全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球财经证券投资理财精品译丛

伟大的金融思想

JOHN BOGLE
on Investing

伯格投资

聪明投资者的最初50年

[美] 约翰·伯格（John Bogle）著
王华玉 等译

THE FIRST
50
YEARS

——来自于先锋集团创始人和前任主席的产业智慧
——前任联邦储备委员会主席保罗 A.沃尔克作序


机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球财经证券投资理财精品译丛

伯 格 投 资

聪明投资者的最初50年

——来自于先锋集团创始人和前任主席的产业智慧
——前任联邦储备委员会主席保罗 A. 沃尔克作序

（美）约翰·伯格（John Bogle）著
王华玉、闫培新、王 丽、刘 超 译

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书提交了投资大师、世界上最大的免申购佣金共同基金公司——先锋集团的创始人和前任首席执行官——约翰·伯格先生在共同基金业50多年职业生涯中的25篇讲演稿和一篇精彩的论文。它们均围绕着一个共同的主题：使各种财富水平的投资者均能享受到高效、节约、诚信的服务。同样重要的是，作者格外认真地描述并仔细地研究了每一种投资选择，并穿插图表和曲线加以证明。总之，这本书是伯格先生的经典之作，是一本广大投资者不可不读的好书。

Copyright © 2001 by The McGraw-Hill Companies，Inc.

All rights reserved including the right of reproduction in whole or in part in any form.

本书未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01—2005—4851

图书在版编目（CIP）数据

伯格投资：聪明投资者的最初50年/（美）伯格（Bogle，J.）著；王华玉等译．—北京：机械工业出版社，2006.6

（全球财经证券投资理财精品译丛）

书名原文：John Bogle on Investing：The First 50 Years

ISBN 7-111-19275-3

Ⅰ.伯… Ⅱ.①伯…②王… Ⅲ.投资－基本知识 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2006）第060878号

机械工业出版社（北京市百万庄大街22号 邮政编码100037）

责任编辑：王 峰

责任印制：杨 曦

北京机工印刷厂印刷

2006年6月第1版 第1次印刷

169mm×239mm·11.75印张·1插页·391千字

0001—5000册

定价：38.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线电话（010）68326294

编辑热线（010）88379001

封面无防伪标均为盗版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伟大的思想

谨以此书献给在我最初的50年职业生涯中所有支持和帮助过我的人们：

感谢先锋集团中那些忠诚和坚定的员工，他们的荣辱与共使我获得了更大的成就；

感谢数百万拥有先锋基金和先锋集团的聪明的投资者，由于我曾带来的所有快乐和曾面对的所有挑战，他们愿意支付给我一份薪水；

特别要感谢互联网上持有“伯格思想”的网民，在先锋集团坚定的支持者当中，他们是最为专注和忠诚的核心成员，他们给了我莫大的鼓舞与力量，使我继续坚持我的使命。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

近年来，随着我国证券市场的发展，一类新兴的金融机构——基金管理公司异军突起，虽然基金业目前在整个中国金融市场上所占的份额与传统的金融机构相比还略显稚嫩，但它却正在改变着人们的金融消费习惯，对人们传统的理财观念和方式形成了很大的冲击，日益成为人们日常生活中不可缺少的元素。

但是，我国的基金业毕竟还非常年轻，在发展的过程中需要向国外特别是向基金业十分发达的美国同行们学习。虽然生长发育的环境有所不同，但美国共同基金业发展历史上出现的问题在我国基金业的发展中也都有所出现，如伴随着行业竞争的加剧而出现的高昂的申购和赎回费用，日益膨胀的营销开支等也正如约翰·伯格先生批评美国共同基金业的那样，正在日益吞噬着基金投资人的投资收益。部分基金投资经理像狐狸一样行动，每日快速地改变着自己手中持有的投资组合品种，我国的基金投资者也同样在较短的时间里学会了快速改变自己手中基金品种的方式来保证自己的投资安全与投资收益，将基金视同股票一般进行投资。

正是在类似的背景下，约翰·伯格先生，这位世界上最大的免申购佣金共同基金公司——先锋集团的创始人和前任首席执行官，撰写并出版了《伯格投资》一书，从受托责任和基金经理道德层面揭示了基金业存在的深层次问题，并为基金经理们指明了未来基金业发展的方向，同时也为基金投资人擦亮了投资的眼睛，明确了自己未来的投资选择。

《伯格投资》一书以最恰当的话语概述了约翰·伯格先生 50 年左右的投资历程——讲述了他自己（一位被人称之为共同基金业内凭良心做事的金融家）的传奇般的职业生涯。

在本书中，伯格先生共提交了 25 篇讲演稿和一篇精彩的论文。它们均围绕着一个共同的主题：使各种财富水平的投资者均能够享受到高效、节约、诚信的服务。同样重要的是，作者认为投资者必须了解自己可以获得的各种选择。在财富积聚和投资风险的敏感讨论中，通过倡导、动员投资者对高昂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

的投资成本宣战，作者格外认真地描述并仔细地研究了每一种投资选择，并用许多图表和曲线加以证明。总之，这本书是伯格先生的一本经典著作。无论是讨论低成本指数化（如果其影响每年均能达到极限的话，随着岁月的流逝，低成本的威力将会变得势不可挡）的优点还是牛市可能引发的风险（当收益达到顶点时，风险也就接踵而至），约翰·伯格先生从未忘记向大家亮出自己的底牌，以方便大家了解他的思想。

约翰·伯格先生是20世纪里的一位伟大的金融巨子，该书浓缩了他在共同基金业50年职业生涯中从事过的许多工作及蕴藏于其中的睿智，通过阅读本书，你能在一个晚上学到约翰·伯格花费了50年时间所获得的大部分知识。

约翰·伯格先生一生致力于为那些希望能够在未来获得财务安全而投资的人们提供公平的待遇，这本书或许就是伯格先生的最好印证。正如美国《华盛顿邮报》对他的评价一样："约翰·伯格……拥有经济学家的头脑和传教士的品格。"难道作为读者的您，不愿与这样的智者为伴吗？真诚地希望您能在阅读本书的过程中感到有所裨益，作为本书的译者，我将感到非常的荣幸与欣慰。

翻译如此厚重的一本金融巨著，对于我来说，的确是一件相当辛苦的事情，因为书中涉及了大量生僻的人名、地名和专有名词，通常要借助各种渠道翻阅大量的资料以保证其准确性。在工作之余，本着学习的态度，我和阎培新、刘超、王丽、朱岩、刘蕾等对共同基金非常感兴趣的好友一道，共同完成了本书的翻译。在翻译过程中，我们力求做到信、达、雅的标准，对每一个拿不准的地方，尤其是各种专有名词，都尽量查阅各种资料，以获取公认的翻译方法。但限于时间较短加之水平有限，有翻译不当或可商榷的地方，还请广大读者提出宝贵意见，在此先行表示感谢。译者 E-mail 为 wanghuayu116@sohu. com。

另外，在本书的翻译校对过程中，北京环球启达翻译公司的同事对于本书的出版付出了极大的努力，在此表示由衷的感谢。同时，我还要感谢我在大洋彼岸留学的妻子杨京凤女士，每当我遇到一些美式俚语难以为续时，我都会打电话向我的妻子请教，每次都得到了爱人的耐心帮助。另外，我还要借此机会感谢我的父母和我的弟弟，是他们，一直鼓励和支持我在翻译的征途中不断前行，可以说，我的每本译书都和他们的支持和鼓励是分不开的。

译者：王华玉

2005 年 11 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序　言

受托人责任，客观分析，愿意坚持立场

如果现代版的瑞普·凡·温克尔梦在沉睡了50年之后醒来，他会很难理解当今的金融市场或者说很难辨认出主要市场参与者的名称。但是比方说，如果瑞普恰好是普林斯顿大学的一名教授，指导或阅读了约翰·伯格大学四年级的论文，他就不会对股票市场和理财业务的巨大发展感到惊讶了。

并非是约翰·伯格发明了共同投资基金业务，这项业务在他上大学前就已经开始了，但当时却鲜为人知。约翰·伯格当时正在反复考虑如何为其毕业论文选题，杂志上的一篇文章引起了他强烈的好奇心，这点儿意外的运气不仅使伯格的论文获得了优秀成绩，而且还成就了他毕业后一生的职业追求。

今天，共同基金已经成为美国家庭的主要投资媒介。通过投资共同基金，他们直接拥有了全部可交易股票的很大比例，并且同时还拥有了相当规模的债券和流动资产。

通过集合投资来分散风险，分摊成本所表现出的价值是共同基金业得以建立和发展的坚实基础。这些概念被普林斯顿大学这个高年级学生凭直觉识别了出来并被其重点强调。

当然，并非只有约翰·伯格一人知道共同基金的基本优点，现在，可以说成千上万的人都认识到了这一点。然而，约翰·伯格最大的贡献（也是他衷心的使命）在于他是第一位一直坚持主张以真正服务投资公众利益的方式来管理共同基金的人。

该主张意味着要重点强调使利益冲突最小化，并以可能实现的最低成本运作基金的投资。为了达到上述目标，约翰·伯格在25年前建立的基金家族——先锋集团一直与其他商业之间保持着独立的关系，并且长久以来，一直以无申购佣金和最低运营成本的运作风格引领着整个共同基金业的发展潮流。

在创立初期，先锋集团就建立了行业的第一支指数基金。随着时间的推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

移，对指数基金价值的强调印证了一个清楚的逻辑事实（一个由清晰的证据所充分支撑的逻辑事实），即：在多数时间里，大多数“活跃”的资本经营者将不能“击败”市场。毕竟，在过去的这些日子里，在很大程度上来说，共同基金就是市场。就平均而言，即使他们没有成本，并且以最高的效率运营，而且不产生任何税务负担，他们也不可能会做得更好。因为需要克服这些障碍，所以只有极少数的基金公司能够一直超过基金业的平均业绩水平。

然而，这个结论并不容易被大多数基金经理们所接受。约翰·伯格在同行中也没赢得多少赞许和声望。而且他本人也总是公开地表示他在先锋集团所注入的独特的治理结构和管理风格是不易模仿的。

但从长远来说，和许多其他人一样，我也非常佩服他阐述其思想的口才和力量，我发现他的思想作为分析素材非常有说服力，而且与公众利益也是相一致的。按照约翰·伯格自己的话说，他深信每一支共同基金都应该以为共同基金投资者赋予“公平待遇”作为自己的座右铭。

本书的出版恰好能够让他的思想为更广大的读者所认知。作者以罕见的清晰和简洁撰写了本书。其愿景是清晰的，其语言是简洁的。他具有一种罕见的能力，能够简明扼要和有效地陈述证据以证明自己的观点。他略带苦涩的幽默并不能也不应该掩饰他对弥漫在整个行业的某些做法所感到的挫折感，甚至是气愤，而这个行业恰恰又凝聚了他人生的激情，是他毕生所追求的事业。

我们所有这些有赖于共同基金或其他的集合投资机构来管理我们储蓄的朋友们，恰恰是我们当中的大多数人，真的应该感谢约翰·伯格，感谢他始终坚持把我们的利益放在第一和最重要的位置上。

从更广义的角度来讲，强烈的受托责任感，客观的分析，愿意坚持自己的立场这些贯穿于他整篇作品的品质，也为所有关心我们的开放、竞争的金融市场成长和完善的人们设定了很高的标准。

保罗 A. 沃尔克

2000 年 5 月 1 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引 言

愿景与品格

请允许我通过介绍本书的作者来展现本书所阐述的伟大的金融思想。

在今天的社会中，道德是一个容易让人们感到尴尬的词汇。早期时候，我们很容易辨别的好与坏的世界，而今天我们失去了这种轻松辨别的信心。在今天的多元化的社会，我们可能不会赞同构成道德的所有特性。今天，我们可能会很警惕，怕别人认为我们要把自己认为是仁慈或善良的看法，而事实上是有争议的一些观点强加给那些并不认同的人。

然而，在介绍所收集到的约翰·伯格演讲文章时，我却只能以有关道德的词汇来描述文章的作者，即使这些词听起来让人感觉有些怪。对约翰·伯格来说，他的生活反映了他对责任、荣誉、正直、勤劳以及服务于他人等思想的承诺，以至于对他最完整的总结就是他是一个品德高尚的人。他的生活提醒了我们，对生命价值的衡量并不在于你的资产负债表或你的名气大小，而在于你如何去影响其他人的生活。

能够积极地去影响其他人的生活是商业具有高尚意义的一面。我认为比尔·盖茨并不是因为他的巨大财富就可以让他成为一个伟大的人，对此，我相信大家都会同意我的看法。如果说他是一个伟人，那是因为他和许多人一起把计算机的许多应用带到了美国的千家万户，从而促使成千上万的人能够达到自己的各种目标。他的工作改善了人们的生活，因为他的努力，世界明显有了改变。

约翰·伯格是一个伟大的商人，因为他带给很多人很多好处，让他们达到自己的目标，通过这种方式在改变世界。他设想了一个与以往公司从根本上有所不同的新的公司。他与他的团队也就是他的员工一道把这个公司建成一个伟大的企业。因为他的愿景和这个愿景对别人的影响使他成为一个伟大的人。

先锋集团不仅是一个成功的公司，它本身也是一种服务理念。这种思想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

尽管并不是大公无私，但它表达了对公平和提供价值的承诺。对公司来讲，为了向股东提供价值而承诺向客户提供价值已经成为这类公司的陈词滥调。在各个层面上的共同基金公司，很多证据让约翰·伯格看到过高的成本吞掉了投资者的大量的价值。当然约翰·伯格和他的团队并未因此而放弃希望和信念。通过建立一个成功的企业，杰克和他的团队创造了可以补偿他们劳动的价值。但他的愿景从一开始就在根本上与最大化回报基金经理这一想法不同。公众是他愿景的主要受益人。

在一般的共同基金收费 150 基点或更高的几十年中，先锋集团的结构允许他以不到 1/4 的收费提供水平相当甚至是更优质的服务。今天，先锋集团管理着 5 000 亿美元退休金和其他储蓄存款。因而，投资者可以从先锋集团多获得 40 亿美元的收入，这归功于他建立企业的愿景。但是这个估算的数字低估了先锋集团对美国人的储蓄和退休金的业务量的影响。有各种理由可以认为如果先锋集团没有建立，共同基金的管理成本会依然保留在 20 世纪 70 年代的高水平。想想要不是先锋集团经营理念的存在迫使其他基金降低费用和成本，就很难估算到底有多少亿美元的储蓄存款成为退休储蓄是因为伯格的愿景而实现的了。

关于这个独特企业的一个有趣的事实就是他体现了一个学术理论。在约翰·伯格接触到效率市场这个假设时，他迅速地理解了它的含义。

在费城的沃尔特·摩根学校的学生时代的培训让他明白，从长期来看投资顾问创造出实实在在超过市场本身所能带来的回报是件极为困难的事情。因而他的商业计划书所要提出的就是降低成本，分散风险。他把理论与实践相结合，发明了指数基金作为储蓄的商业替代品。他的思想简单并不新奇，其内容也反映了这个人的品格。先锋集团的创立者和他的公司一样，既有世界一流的表现，同时又有直率、真诚的行为方式。

或许这些品质在布莱尔学院或在普林斯顿大学就已经反复地灌输给了这个年轻人。或许他是在已经去世的哥哥或孪生兄弟身边学到的。当然公平以及对他人负有责任是兄弟们共同的想法。肯定地说，这些男孩子在家庭学到的许多品质影响着今天的约翰·伯格。如：坚强的性格、信仰、正直而不是耍手腕，注重实质而不是形式，注重实际工作成果而不是诺言等。

如果没有那些紧张和充满戏剧性的时刻，如果没有他的渴望和痛苦的失败，这个公司就不会有今天的成就。先锋集团创立的故事可以说是一个商业戏剧，在这个戏剧中，至少在一开始其结果并不为人所看好。但先锋集团在金融界的杰出表现证实了他的想法的合理性。本书所收集的文章非常生动地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抓住了约翰的愿景的核心概念，同时也不可避免地透露出作者的优秀品质。愿景和品格这两个难解难分的元素可能是我们这些对金融和投资感兴趣的人能从约翰·伯格的职业生涯中学到的最基本的知识。

威廉姆 T. 艾伦

法律与金融教授

纽约大学法律与商业中心主任

特拉华州衡平法院前首席法官

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

尽管那是半个多世纪以前的事了，但回忆起来就好像是昨天刚刚发生。那时，我是普林斯顿大学一年级的学生，主修经济学专业。刚刚 20 出头的我留着平头，充满着豪情壮志。坐在新开放的燧石图书馆的阅览室里，我读着商业书刊，思考着我临近的高年级论文。阳光照进了阅览室里，我翻阅着 1949 年的第 12 期《财富》杂志。命运一定是对我有所青睐，在翻到第 116 页，我被一篇题为《波士顿的巨额资金》的文章所吸引。该篇文章对一个我完全不知的行业共同基金进行了分析。

反复阅读这篇文章后，出于多种原因考虑，我很快决定基金行业会是我论文的最佳选题。首先，因为我很早就决定我的论文选题要新。通过一个一个的筛选，许多著名经济学家像亚当・斯密、卡尔・马克思、约翰・梅纳德・凯恩斯以及几个其他的知名经济学家所涉及的题目都让我去掉了。第二，由于这是一个以前很少有人涉猎的题材，是一个进行独创研究的机会。的确是这样，在我完成论文研究时，《财富》杂志真的是我发现的惟一的对共同基金进行实实在在介绍的主要刊物。第三，因为此篇文章把这个行业描述成很小而且是富有争议的。对我而言，"小"意味着很好的成长机会，而富有争议则吸引我性格固执、争强好胜的一面。

一切好得让人难以相信。几个月的时间里，在图书馆的阅览桌上，我开始了艰巨的研究和写论文的工作。在我工作的进程中，我阅读了大量来自于《华尔街邮报》、《纽约时代》、《贸易新闻》的文章，还有每年由亚瑟维森伯格公司出版的 3 篇投资公司的手册，还完整地阅读了 4 217 页的证券与交易委员会向国会提交的报告，该报告促成了 1940 年投资公司法的通过。我还采访了 6 位基金行业的管理人员，评估了从行业贸易协会（今天的投资公司学院的前身）可以获得的有限的数据，该协会当时只有一名员工。经理塞菲尔德先生的工作量很大，同意我想获得数据的要求这件事就花费了我 4 个月时间。这是一个艰苦的工作，但整个项目让人很兴奋。在 1951 年 3 月，我完成了往电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脑里打字和手工制图的工作，把140页的文件装订好封皮，按时交给了我的顾问导师，论文的名字为《共同基金的经济功能》。

正如有些人所提出的，在我的论文里所列出对先锋集团的未来的设想是有问题的。但是，不管怎样，我当时明确指出的许多做法正是今天企业成功的核心所在。共同基金的主要功能就是管理投资组合，其他一切是次要的。最大限度的行业增长主要是通过减少销售压力和降低管理成本。并不能说共同基金比市场的平均水平有任何优越的本领。行业最大的增长潜力依赖于满足个人和机构投资需求。基金应该以尽可能高的效率、诚实和经济的方式运行。我的这些话仅仅是年轻气盛缺乏经验的表现，或是一知半解的理想主义？或者说它真的是未来企业的真实设想？这就要由读者来判断。但是多年前我心里的真正想法在我的论文里明确地阐明了，就是要公平地对待共同基金的股东。

三次惊人的转变

非常有趣的是，我的论文把我的大学学习生涯带到了一个最佳状态。在普林斯顿读书的最初几年，我一直是勉强获得自己满意的学习成绩。我智商平平、课程又很难以及大量的时间花费在校园打工来弥补奖学金之外的生活费用，还有我成熟的晚，所有这些限制了我的学业水平。我的经济学的中期考试成绩是4+，勉强获得奖学金，这个成绩差点影响我能否继续留在学校学习。但正是这种早期的学业对我的冲击促成了我大学学习生涯的顶峰。我的成绩稳步增长，我的论文成绩是让人垂涎的1+，在我的毕业证上写着：成绩优秀。

第二次惊人的转变是我与马萨诸塞州技术学院的教授保罗·目·塞缪尔森的关系。1948年秋季，我花费很大的精力来学习经济学101的引导分析部分，这是他的头版经济学教材。但是我痛苦的经济学入门课在半个世纪后有了一个完美的结局，当年的塞缪尔森教授后来因经济学获得诺贝尔奖，他为我1993年的新书《伯格论共同基金》写了前言，并在我1999年的新书《共同基金常识》上署名。

这一系列转变的最后一个也花了半个世纪的时间。从普林斯顿毕业后，我给巴伦共同基金的编辑保罗·约翰逊发送了一篇论文。让我惊讶的是他催促我编辑后由巴伦拥有的道·琼斯公司发表。受他的启发和鼓舞我这样做了。可惜，他们又决定不做了。一定是某种理想的因果报应，正好是半个世纪后，1949年12月的一天我在燧石图书馆的阅览室刚刚坐下，迈克古·西尔走过来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:[redacted].net

告诉我说，我的一些有关投资哲学和战略的文章多年后成了《伟大的金融思想》系列第一卷的部分内容。多年前开启我职业生涯的那篇古老的论文成为了那本书的主要内容。那时恰好是我写完书后 50 年，我的论文终于发表了。正如约翰·米尔顿提醒我所说的：你的作品也会为那些等待的人服务。

伟大的金融思想

我毕业后的相关情况在本书的不同部分都作了一些介绍，就不在这重复了。在 1965 年我 36 岁时，就开始全面负责我毕业后就加入的共同基金机构的管理工作，很快就轻率地安排了一次收购活动，这件事情至今也总会让我想起。1974 年 1 月我离开了该公司，同年 9 月创立了先锋集团。到了 20 世纪 60 年代，我开始公开对行业中的某些事物发表意见，起初是作为业内人士，后来由于先锋集团独特的治理结构、非同寻常的经济学理论、单一的投资哲学、对于人的价值富有启发的方法等因素，先锋集团作为一个独行侠所走的新奇的道路让人们把我看成是共同基金行业的异类。

在我多年的讲演稿中，我提出了一连串有相互联系的思想。把它们结合在一起就形成了一个哲学，其根本思想就是因为巨大的投资摩擦成本，长远获利的可能性很低，或许不到 1/30。所以最有效的积累财富的方式就是保持与金融市场提供的每年收益持平，然后从长期的组合投资中获得更大的好处。

实际上，这个目标可以通过减少投资成本，如减少销售佣金、咨询费、交易税等和减少寻找可能的最高投资收益的行业而消耗的成本而实现。为取得这一目标，理想的投资项目应包含 4 个要素：

（1）简单：与市场相匹配，而不是打击市场；资产要进行战略上而不是战术上的分配。

（2）专注：最大化有产出的投资经济（收益、红利、利息），减少非产出的投资想法（改变价格与收益的比率）。

（3）效率：经济方式的运作；减少费用、佣金、税收等方面的摩擦成本。

（4）管理：把客户的利益放在第一位；坚决强调以人为本和永久价值——正直、诚实、直率。

多年来，实践肯定了这一理论。在现实世界里，投资实践已经证实这些原则是有效的。

先锋集团专注于成本和对客户提供服务的公司结构，以及率先实施指数和类似指数共同基金成为我所观察到的理想主义和经济学相互连接的一个经典例子：富有启迪意义的理想主义就是理想的经济学。我想甚至随意翻翻我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在普林斯顿的古老论文就可以反映出有说服力的理想主义。到今天，我用论文中的引言来说明我观点的起源是来源于一种力量，这种力量就是推动金融市场发展和让基金经理负责任地履行其职责。这种理想主义的最好展示是我的一个由来已久的观点，那就是共同基金业务的中心原则应该是为客户管理投资服务，而不是向客户营销金融产品。

而如今基金行业已经在走向相反行业。共同基金成长为美国家庭选择的投资，牛市培育了这种成长，这种成长是惊人的。股票的角色从收入的来源转化成资本增长的来源同样惊人，行业特点的变化同样是剧烈的。市场营销已经替代了作为行业主要原则的管理工作，在投资咨询服务方面的费用与在广告和促销活动中费用相比就有些相形见绌了，这些做法与我的论文中提到的愿景是相抵触的，好像这些做法又将成为一种永恒的事物。是投资人支付了所有的费用成本。尽管行业资产以几何数字在增长，基金的单位成本也已经增长，基金股东的投资成本直接从 1950 年的 1 800 万美元增至 2000 年的 620 亿美元（要是包含那些直接成本，如基金组合交易执行所产生的成本，实际成本要到 1 250 亿美元以上）。

这个行业不仅成为了基金投资人和基金经理的“金牛”，同样成全了华尔街的经纪人和银行家。基金行业已经成为短期投机的一个工具，这种趋势就是因为行业把重点放在了市场营销上。今天，一般的基金持普通股票大约 400 天，而在我写毕业论文的那个年代一般持有 6 年的时间。一般的基金股东今天持有共同基金的股票大约 3 年，半个世纪前是 15 年。我相信这是寻求最好的长期投资工具的历史上是最糟糕的阶段。

本书的组织架构

本书分为 5 个部分。前 4 部分是在 30 年中所作的演讲的讲稿文本，清楚地阐述了合理投资的哲学。

- 第一部分：“聪明投资者的投资战略”主要是阐述权益基金的选择和指数基金（“百吉饼和油炸饼”和“针还是大海?”）；复杂与简单的相对优点；1988 年和 2000 年出现的投资风险（“购买股票？绝对不行”）；以及债券基金的挑选。
- 第二部分，“展现共同基金行业”讲述的是驱动基金行业发展的过去和未来的趋势（“共同基金：光明和黑暗的悖论”）；介绍共同基金业务是如何开展的相关信息（“经济学 101：有关共同基金投资者……有关共同基金经理人”）；对公司治理结构的思考，包括作为投资者共同基金所扮演的角色，还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有基金本身的管理问题（“独立董事何在?”）。

• 第三部分，“经济学与理想主义：先锋试验”，涉及的是我一直向我的企业灌输的投资哲学和人类价值观的相关问题。这部分包括“变革风云：先锋国际化管理的试验”，解释了 1974 年先锋公司成立的 6 个月后我们确立的自身对产业发展所应承担的使命；还有一篇是在公司成立的 3 年之前，也就是在 1971 年的发表的一篇演讲稿（《解救》），这篇演讲稿的内容与后来先锋集团要采用的组织结构和投资哲学表现出了惊人的相似。

• 第四部分，“个人观点”介绍了 5 篇针对普通大众的演讲稿，包括一篇在普林斯顿大学的演讲稿。那是在 1999 年初，我因为“在为国民服务的过程中示范了普林斯顿精神”而接受普林斯顿大学授予我的伍德罗·威尔逊奖时发表的演讲（“刺猬与狐狸”）；还有一篇文章名为“衡量自己人生的事物”，该篇文章是在 1999 年晚些时候给高中毕业生介绍这一主题时讲到的；另外一篇是 2000 年 5 月为了表达对捐赠器官的孩子的感谢而发表的演讲（“揭示隐情的心脏”）。这一部分以 1992 年在范德堡大学工商管理硕士的毕业典礼演讲的内容（“无论如何，坚持到底”）作为结束。

• 第五部分，“普林斯顿大学毕业论文”包括论文的全部内容，依然保持我 1951 年用史密斯科伦纳打字机手打的原始文本。

在发表编辑后的演讲稿时，我们必须在两种方案中作出选择：①完整地印刷每一篇演讲稿，以便它能独立成文，不足之处是不可避免的重复数据和主题；②编辑每一篇演讲稿，删减重复的内容，不足之处是让读者在读书的过程中感觉不连贯。最后尽管我对一些明显的重复作了删减，我还是选择了第一个方案。正如神甫在教堂的神坛上每个周日都要谈到上帝、金箴、十诫等，我的重复是为在一个更为狭小的领域来突出强调我的原则。

多年来，不但我思想的基本点并没有改变，我怀疑你会注意到我更加坚定、自信，以及对我的基本原则表达的声音更加响亮。尽管，时间的流逝证明了我的某些想法是固执错误的或是会发生误导，我并没有对原文进行过任何修改。因为，我坚信保持当时所写的内容的完整性是很重要的。如果要说的思想变化的程度，让我们借用最高法院的费利克斯·法兰克福的话吧。在解释他对法律事物的内心想法的变化时，他说：智慧经常会姗姗来迟，但人们不应该因为它的晚到而拒绝它。

两种职业生涯

从某种意义上讲，我的写作一直伴随我的商业生涯，我可以清楚地记得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1945 年秋天我最头痛的就是写文章，当时我是布莱尔学院一年级的学生。信不信由你，当时我是英语专业研究生，在跟亨利·亚当斯学习，他是个很有灵感的老师。后来换成了马文·加菲尔德·梅森，他具有更让人难忘的性格。马文先生好像是看到我身上具备一点写作的潜力，因为他像着了魔一样热情痴迷于修改我每周的作文，至今我都记得他的红笔在我文章的段落间飞来飞去。他灌输到我头脑里最重要的就是麦考利描写约翰逊的话："他的内心克服了他的每一个障碍。"

正是由于我的两个硕士学历，才能让我顺利地完成了我在普林斯顿的大量作文、论文以及考试。在那儿的头两年，我的叙事散文马马虎虎过得去，正是大四的毕业论文促成我获得写作生涯的第一个优秀的成绩。当你阅读我的论文时，我可以想象到你既不会认为我散文优美，也不会认为我的论证多么有力。但我的回应是我充分地认识到自己的不足，从此尽全力去在这两方面进行提高。我希望那些苛刻的读者能从我半个世纪的作品中看到我的写作以及思想的逐渐进步。

我热爱英语。几乎每天我都会去查阅我那成套的 20 卷第二版牛津英语词典。并不是仅仅为了我用词准确，而且是因为我喜欢学习和了解那些词的出处。词语是有力量的。就像我在第二本书《共同基金的常识》中在关于"领导力"一章所写的，正确的语言有一种能形成客户对我们以及我们对自己的看法的力量，比如，在先锋集团提倡把员工称为团队成员，把客户称作委托人而不是客户，为了支持共同基金的说法而禁止说产品。我对自己的母语有一种热情，我希望这种热情能在我的文章中得以体现。

在我已经成为书中所体现的思想的虚拟传教士的同时，我突然意识到经过多年大量写作，作为投资经理和金融作家，我的两个职业生涯有着紧密的联系。语言和书的力量在把我在 1949 年的愿景转化为 2000 年的现实的过程中起到了主要作用。解释和生动地描述伟大的思想，阐述高尚的理想的语言和书籍，是传教士武器库内最重要的武器。对于在本书中所阐述的有关金融的伟大思想的现实拥护者来讲，正是这些看似简单的思想在逐渐改变着美国人的投资方式。

约翰 C. 伯格

弗吉谷，PA

2000 年 4 月 4 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感　言

当麦格劳－希尔公司的发行人杰弗里·阿·克瑞姆在先锋集团的办公室里建议我出版一本新书：就是我过去所作的100多个演讲的讲稿的节选文集，这一切就好像是昨天刚刚发生。准确地讲，那是1999年11月1日，恰好是接近我幸运地阅读1949年12月的《财富》杂志50周年的日子。里面故事的主题吸引了我，促使我决定以“共同基金行业”作为我普林斯顿的论文方向。这么一件半个世纪前的很偶然的事件，决定了商业生涯的每一件事情。当杰弗里建议把我的论文作为这本书的中心作品时，我欣然接受了这一建议。

所以，首先我要感谢杰弗里的提议。我也要感谢他和麦格劳－希尔公司的编辑斯蒂芬·艾萨克在帮助我挑选最重要的讲稿以及在帮助我调整论文以及讲演稿的语言环境时所作出的建设性的支持，也感谢他们为我第三本书的成功出版所作的努力。我也要感谢我的合伙人，先锋伯格金融市场研究中心的重要成员，我的左膀右臂剀文·拉夫林所做的不知疲倦的工作。不仅是因为她为书籍的出版所准备的手稿，更是因为她在第一年与我工作时在编辑和研究方面所作出的工作。我最忠诚的助理艾米丽·阿·斯奈德，给予我同样优秀的支持以及建设性的意见，还有十几年如一日的耐心。我们最新的助理丹尼斯同样起到了支持性的作用。正是由于他们的帮助以及先锋集团的克雷格·母·斯托克的独特见解，我们才有了这本书。

我还要感谢两位美国巨匠愿意为我的新书写序言和引言，他们分别是保罗 A. 沃尔克（1979～1987年联邦储备委员会主席），一位杰出的政治家，也是我1949年普林斯顿的同班同学，以及著名法理学家威廉母 T. 艾伦，他是1985～1997年特拉华州衡平法院首席法官，现在是独立标准委员会的主席。他们慷慨的语言给予我极大的鼓励。但是这两位杰出的领导人尽管分别处在银行以及法学领域，他们都是我核心投资思想的坚决拥护者，他们的拥护是对我职业生涯最大的认可。

约翰 C. 伯格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

译者序
序言 受托人责任，客观分析，愿意坚持立场
引言 愿景与品格
前言
感言

第一部分 聪明投资者的投资战略

第 1 章 “新千年投资”：百吉饼和油炸饼 …… 3
第 2 章 投资文化的冲突：复杂与简单 …… 12
第 3 章 权益基金选择：针还是大海？ …… 25
第 4 章 在置信区间内的风险和风险控制（否则风险会加大吗?） …… 37
第 5 章 购买股票？绝对不行 …… 52
第 6 章 指数化举步维艰 …… 65
第 7 章 指数化的 25 年：积极管理者获胜，谁失败？ …… 79
第 8 章 选择权益共同基金 …… 88
第 9 章 第三共同基金行业 …… 100

第二部分 展现共同基金行业

第 10 章 共同基金：光明和黑暗的悖论 …… 115
第 11 章 经济学 101：有关共同基金投资者……有关共同基金经理人 … 125
第 12 章 磨炼共同基金的竞争优势 …… 138
第 13 章 由共同基金创造股东价值……或者为共同基金股东创造价值 …… 149

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 14 章　基金沉默：共同基金投资政策和公司治理 …… 162
第 15 章　困惑我们的问题：独立董事何在？ …… 172

第三部分　经济学与理想主义：先锋试验

第 16 章　先锋——财富之子 …… 181
第 17 章　变革风云：先锋国际化管理的试验 …… 190
第 18 章　解救 …… 201
第 19 章　经济学与理想主义延长的影子 …… 212
第 20 章　站在历史正确的一面 …… 220

第四部分　个人观点

第 21 章　改变共同基金业：《刺猬与狐狸》 …… 237
第 22 章　简单至上 …… 252
第 23 章　衡量自己人生的事物 …… 256
第 24 章　揭示隐情的心脏 …… 260
第 25 章　无论如何，坚持到底 …… 269

第五部分　普林斯顿大学毕业论文

共同基金的经济功能 …… 281

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分 聪明投资者的投资战略

PART ONE

我的使命就是将美国家庭的投资变得简化，这些美国家庭很重视长期效益，他们想要获得高出市场平均收益的收益，这些年我一直致力于将抽象的金融理念和专业术语翻译成普通人即可读懂的词汇，也许我所作的努力在读者翻开第 3 章时就能很明显地看到了。第 1 章“新千年投资”：百吉饼和油炸饼是受到纽约时报记者威廉·萨菲尔的鼓励而写出来的，他提到了百吉饼和油炸饼的故事时，我将它们类比于股票市场和共同基金业。

接下来的两章用几种不同的方法讲述了相同的理念：“投资文化的冲突”描述了四组保持传统战略的货币管理人和金融顾问在投资时的教训。这些方法长期受到质疑，所以我敢断言那些赌博者仅仅把它们当作“趣味货币账户”。我把它们比作像指数基金一样的消极的投资战略，我更喜欢“重要货币账户”。也许大家不会惊讶，我将投资者资产中不超过 5%的部分推荐到“趣味货币账户”。然后，在“权益基金选择：针还是大海?”一文中，我根据塞凡提斯的警告来寻找最有价值的基金。在股票市场中寻找获利的共同基金将是一个长期过程，所以我想说：不要带着困惑寻找，只买所有市场的最有价值的基金。

在世纪之交，市场比较稳定时，我认为更应该提醒投资者风险和风险控制的重要性，这些在第 4 章将进行阐述。在股票市场下滑到平稳阶段时，这都是阶段性的，投资者要继续坚持自己的观点。在第 5 章本书展示了 1988 年的一段演讲，那个时候，正是 1987 年股市黑色星期一，9～10 月股票市场突然缩水 35%以后，整个股市苍白无力。1988 年 9 月我在《时代》杂志封面上发表我的观点“买股票？绝不可以！”警告投资者远离股市：“世界上最糟的行业……一个危险的游戏……崩盘。”甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

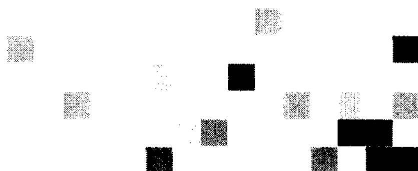
在那以后，我极力抨击指数基金，指出“低成本无管理的指数导向的基金是大多数均衡投资组合的一个核心部分”。我将时代故事作为一个标志：在股市价格显示恐惧和悲观时投资者应当避免清算手持资产，应将持有的普通股作为自己金融组合的核心部分。即使是在1982～2000 年的长期牛市中也可能会面临自己的失败，我不再持有那个观点了，要再一次地保持良好的感觉。谁又真正知道呢?

我也经常和一些专业的听众聊天，不仅谈及股市指数的显著价值，还谈到经理和指数基金做市商在面临指数限制和总是滞后表现的风险时的关键需求：拥有一个能代表美国整体市场的积极的资产组合。在第 6 章和第 7 章的演讲中，提出了 1998 和 1999 年的橄榄球指数，分别展示了这些问题。1998 年的演讲对“指数基金的死亡恐慌”一文提出挑战，这篇文章是一个备受尊敬的投资银行发表的，我总结出：“主动投资的经理人无论是敲响天堂还是地狱的钟声都是在呼唤死亡，而指数基金则不然。”1999 年的演讲谈到先锋 500 指数基金资产增长到1 000亿美元的庆祝，一个标志着指数市场最终转向规范的里程碑。即使如此，我仍表达了对于市场过度投资指数的关心，警告人们：设计一个销售产品和创造一个投资组合之间是存在区别的。

在第 8 章和第 9 章中，既追溯过去 10 年的市场表现，也展示了我对权益基金和债券基金的选择成功的理念。在这两章中，我强调要对过去的收益和风险仔细分析，坚持投资策略的一贯性，加强优质资产投资和分散投资，避免战略失误，关注最低销售价格的基金，保持最低的管理费用和运营费用。这些思想的大部分都可以在我的普林斯顿的论文中看到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 “新千年投资”：百吉饼和油炸饼



费城周日早餐俱乐部

2000年1月5日

这个题目是受到《纽约时报》记者威廉·萨菲尔的一篇文章“百吉饼和油炸饼”的鼓舞，发表于几个月前的纽约时报上。萨菲尔告诉我们，这些故事在形式上相似，但在内容上却不同：百吉饼是“坚硬的、很难消化的”，而油炸饼是“松软的、甜美的、令人发胖的”。20世纪80年代和90年代初百吉饼主义的成功意味着坚硬的东西是主流的；而油炸饼主义的失落意味着软的、甜的东西逐渐失去市场。但是，萨菲尔断定：油炸饼将重回主流。为什么呢？因为，随着“天堂禁止”——蓝莓百吉饼和三明治百吉饼的发明，百吉饼移居到中心位置，它的外壳变得松软，失去了它原有的坚固的特性。

虽然看起来有些奇怪，但在所有适用于思考的食物当中，在新千年开始的前一年的晚上，我发现了关于百吉饼和油炸饼在以下3个方面的一个信息，这是直到2001年1月1日才出现的惟一煞风景的信息。①股票市场的前景；②共同基金业即将开始的变化；③1974年9月24日我认为领航企业要面临新的挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场中的百吉饼和油炸饼

在20世纪的最后20年里，美国股票市场创造了近200年来的最高纪录，平均每年增长达到17.7%，每4年股价就翻一番，为什么会产生这些快速的增长呢？尽管股票市场看起来很复杂、神秘，但是仅仅两个因素的相互作用就可以决定它的盈利：一个是投资收益，由股利收益率和收益增长率组成；一个是投机收益，由股价变动产生的。其实很简单，就是这样！

把投资收益比作股票市场中的百吉饼是可行的，股票市场的投资收益反映了它的基本特性，有营养的、皮硬的、坚固的。相似地，投机收益是股票市场的油炸饼，它代表着公众对股价波动的预期，从甜美的乐观主义到尖酸的悲观主义。百吉饼式的投资经济学是高效的，长期牛市中公司盈利和股利就是基本的收益，这也是美国弹性经济长期繁荣高效的结果。但很奇怪的是，油炸饼式的投资者不够理性，有时甚至效果更糟。市盈率可以很高也可以很低，都反映了投资者对未来经济前景的估计。

在过去20年里，股票的投资收益一直是固定的，最初的股利占总收益的4.5%，利润增长率达到5.9%。两者加起来占总基本收益的10.4%，这与股票市场的长期名义收益率11%是很接近的。但是投机收益却比这两者之中的任何一个都大，市场的市盈率从1980年的7.3倍升到2000年的30倍，这个升值的幅度大约平均每年增长7.3%，而劳动力对整个市场收益的贡献平均每年只占17.7%（见表1-1）。

表1-1　美国股票市场年收益率

收益内容	1969～1979年实际收益率	1979～1999年实际收益率	1999～2009年预期收益率
初始股利	3.4%	4.5%	1.2%
收益增长	9.9%	5.9%	8.0%
投资收益	13.3%	10.4%	9.2%
投机收益①	-7.5%	7.3%	-4.0%
总收益	5.8%	17.7%	5.2%
初始盈利	$5.78	$14.90	$47.00
初始市盈率	15.9x	7.3x	30.0x
终了盈利	$14.90	$47.00	$101.50
终了市盈率	7.3x	30.0x	20.0x

① 市盈率变化的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我们将这些数字加起来，标准普尔 500 指数的 20 年收益就增长了 2 500个百分点，其中 600 个百分点是投资基础产品带来的，其他 1 900 个百分点是部分投资者由悲观到乐观的转变而带来的。用另外一种方法来讲，因为市盈率增长 4 倍，长期牛市中股票市场超过 3/4 的增长仅仅反映了公众对未来股市收益看好。

历史和常识都告诉我们市盈率不能永远上升，在 20 世纪 70 年代的 10 年里，市盈率从 16 倍下降到 7.3 倍，接近 50%，平均每年降低 7.5%，使得投资基础产品收益减少了 13.3%，变成每年只有 5.8%。然而很荒谬的是，百吉饼式的投资基础产品带来的 3.4%的股利收益率和年平均 9.9%的盈利收益却比接下来 20 年的股价长期高涨时期的 10.4%的投资收益更多。萧条的 20 世纪 70 年代和鼎盛的 80 年代和 90 年代最大不同不是百吉饼主义的投资方式更好，而是公众对股市从乐观到 70 年代的悲观，然后又返回到 80 年代和 90 年代造成的乐观，那是股票市场有史以来最鼎盛的时期。

在新千年的第一个十年中我们预测一下股票市场的未来发展走势，为此我们只要回答两个问题即可：百吉饼式的投资基础金融产品会给我们强大的支持吗？油炸饼式的投资行为会比我们现在或以后的成果更好吗？对于基础金融产品而言，请记住我们给予其比牛市时期更少的支持。那时股市的股利收益率总是很低，刚刚超高 1%，同时收益增长率却达到 9%，所以在过去 20 年里总收益为 10.4%，我想这是很乐观的结果。但是考虑到全球的革命性因素的存在，如科技、交通和生产力提高等，8%的增长是可能的。我们对下一个世纪的经济发展已经很清晰了。

但是，我们是否在新世纪投资已经成为一个重要问题，如果能够拥有持续的超过 17%的收益回报，那么公众的油炸饼式的投机预期将快速增长，甚至超过今日的峰点。为达到这个状态，假设基本投资收益为 9.2%（1.2%的股利收益率和 8%的盈利增长率），股市的市盈率就会从现在的 30 倍增长到 10 年后的 67 倍。我简直不能想象那种情况的发生。

坦白讲，十年前我作了一个相似的分析，但是我分析错了。我的基本理论是正确的，每年 9.7%的投资收益率和 20 世纪 90 年代的实际 10.5%的收益率是很接近的，但是我猜想市盈率可能会很轻松地从 15.5 倍下降到 14 倍，然而我建议投资者继续持有他们的资产，我在等待市盈率上升达到 30 倍，这比现在要高两倍还多，这比股市的平均预期收益 9%和最好预期 13%都要好。但历史不会重演！即使有人相信股市收益率一定会返回到平均水平，这也需要很长的时间。那时我提醒投资者，要小心您的预期，要进行合理预期。股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市中一切皆有可能！

尽管我心存警惕，但还是认为基本投资收益预期会达到9.2%，投机收益会比现在有所降低，如果现在的市盈率能轻松回落到20，基本投资收益将每年减少4%，股市的年均收益为5.2%，大大低于今天高级债券组合的7.5%或8%。但这种场景很少见，在过去的几十年中每6年才会出现一次，但在未来却很容易发生，让时间来告诉我们吧！

如果我的观点接近巴菲特的估算，无论是舒适还是痛苦都是值得的。在10月份的《财富》杂志上，它采用一个与众不同的方法，计算出下一个10年股市的合理收益预期为6%。我很庆幸自己在这样一个公司里，但是他们的论断并不能证明什么。接下来的20年的股市收益，将很难受到股市过去高收益仍会重现的预期的冲击，如果我们面临的是一个股市会像百吉饼一样得到强大支持的年代，即使没有油炸饼的甜美，人们也要感谢我的保佑！

共同基金中的百吉饼和油炸饼

资本市场收益较低是由于整个行业不景气，股票市场的高收益却是由于长达20年之久的牛市带来的，这使得股票市场变得很敏感，成为美国近20年来增长最快的行业之一。自20世纪80年代开始，基金资产升值了近70倍，从不到1 000亿美元升值到65 000亿美元。仅权益基金的资产就有40 000亿美元，增长了120倍。

股市升值的大潮全面带动了基金行业，各种资产持有者都获得了丰厚的回报。15年以前426支基金就已开始运作，有113支在竞争中沉没了。股市看起来很公平，但实际上有很多不公正的因素。在那个时期幸存下来的分散投资的权益基金平均税后收益率只有12.3%，和股票市场17.7%的收益率相比低得多。投资10 000美元在股票市场的最终收益为115 000美元，而投资到共同基金的收益只有57 000美元。

问题出在哪里？很简单，在人们疯狂寻找高收益投资时，共同基金这个油炸饼承担了过高的销售费用和其他额外费用，投资者没有获得规模经济的收益。权益基金的运营费用和管理费用年平均占总资产的1.2%（现在已超过1.5%），基金的机会成本为0.5%，这是因为在股票市场升值时基金没有全部投入股市而造成的，使得基金的收益只有2.3%。

但这只是个开始，油炸饼式的共同基金在到处寻找市场的增长点时，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

们的投资交易换手率达到 90%的惊人数字，这只是短期投机而不是长期投资了。执行这些交易的成本每年平均为资产总额的 0.7%。这些所有的交易并没有为基金持有者带来增值，而只是为联邦政府送去了大笔财富，因为基金投资者要将投资收益的 2.7%向政府纳税。平均每年的组合交易和税收成本为 3.4%。所以幸存下的基金能轻松获得高于股市的、接近 18%的收益也不足为奇了。但是由于年均成本高达 5.7%，最终投资者获得的收益只有 12.3%了。与股票持有者的理性预期相比，罪孽深重的油炸饼基金只是悲惨地为他人做嫁衣了（见表 1-2）。

表 1-2 1984～1999 年年均投资收益

	共同基金均值①	威尔希尔 5 000 指数基金
权益收益	**18.0%**	**17.7%**
销售佣金，6%	−0.5%	—
现金滞纳	−0.6%	—
基金收益	**16.9%**	**17.7%**
交易成本	−0.7%	—
支出比例	−1.2%	−0.2%
投资者收益	**15.0%**	**17.5%**
税收	−2.7%	−0.9%
投资者收益（税后）	**12.3%**	**16.6%**
权益收益减少值	−5.7%	−1.1%

① 截至 1999 年 11 月 30 日，这 15 年时间只有 15 支基金幸存下来。

但是这个行业不只是由油炸饼基金组成，还有少量的百吉饼基金，它们仍然很有韧性，进行长期投资、运营成本较低，我早在 50 年前普林斯顿论文中第一次分析出过这些特点。在这次证明中，认为百吉饼基金就是市场指数基金。如果剔除所有指数基金的优点，那么指数基金的最根本的特点就是最分散的投资、最低的成本、最长的时间、最低的税率。简单就是收益！

在牛市开始时，在众多投机型基金中只有一个是投资型基金。第一个指数基金成立于 1975 年，在标准普尔 500 指数中只有 500 支股票，这 500 支股票一直在标准普尔 500 指数中。在经过长达 9 年的萧条以后，第二个指数基金在 1984 年才成立。但是这个投资型基金的战略思想是拥有所有的市场股票并永久持有，但最终却从异端走向教条。

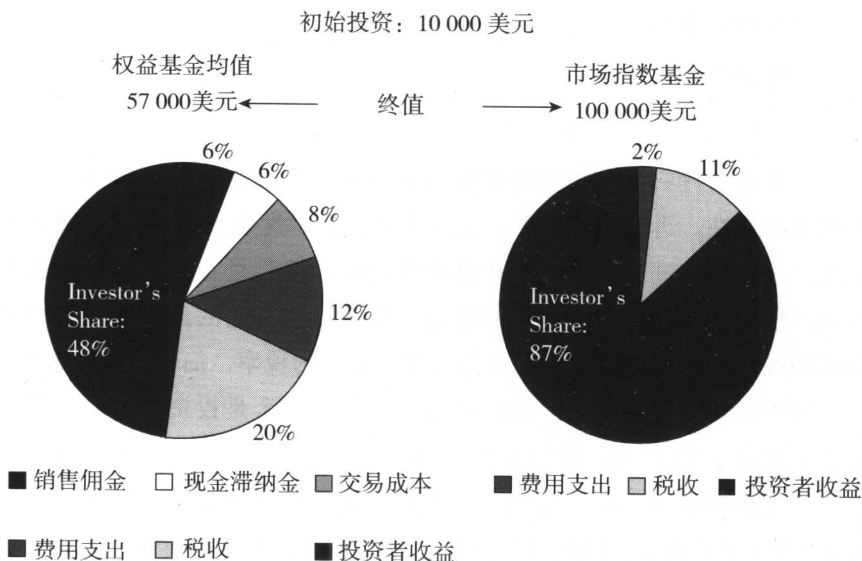
它的思想只是投资并永久持有股票市场的所有股票而获益，而运营成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将会很低。因为标准普尔指数持有的500支大集团的股票占据整个资本市场的比例超过3/4，第一个指数基金就抓住了这个特点。第一个完全市场指数基金的发起人意识到股票市场剩下的1/4的股票都是中型企业和小型企业的股票，因此拥有整个市场的股票是个更好的选择，于是在1992年创立该基金。在模拟了威尔希尔（Wilshire）5 000指数，现在已包括美国超过8 000个公开上市公司的股票。

但是我也发现，完全市场指数基金投资非常分散，所以投资每个股票的数额就非常少。但是此基金的支出却很少，因为在股市上扬时它的成本支出上升少于整体市场，而在股市低迷时成本支出少于整体市场，因此不能得到长期股市的100%的收益。但是，在过去15年里，完全市场指数基金收益率在税前却达到了股票市场年均17.7%收益率的99%，而普通基金的收益只达到85%。因此，哪一个选择更好谁也说不清楚，就尽量分散投资吧。

完全市场指数基金就是这个行业的最完美的投资型基金，能给投资者带来更多财富。传统的管理基金是这个行业里的投机型基金，只是从外表看来很好，只能为其他的投资者致富。在扣除支出和联邦税金后，投资10 000美元到普通的投机型基金在过去的15年里只能得到57 000美元的最终收益，而若投资到完全市场指数基金中可获得100 000美元的最终收益，几乎是前者的2倍。从另一个角度来看，完全市场指数基金在扣除成本和税金后的收益率可达到股票市场收益的87%，而普通基金只能达到48%（见图1-1）。



截至1999年11月30日。

图1-1　1984～1999年累计投资收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

可以发现，很多投资者投资 10 000 美元后都只得到 47 000 美元的收益，他们没有意识到只要分散投资于整个市场就能轻松得到 90 000 美元的收益。但是，如果这个理论正确，那么在过去 20 年中刺激股市上扬的投机基金未来将处于劣势地位。如果股市收益率只有 5.2%，投机型基金的成本会达到 2.5%，几乎耗掉了一半的收益，最终的收益只有 2.7%。而投资型基金的价值却不会随着整个市场的劣势环境而缩水，收益最低仍能保持在 5%。

新千年的先锋基金：在投机型基金主导行业中的投资基金

我相信，大费城区的聪明投资者都非常清楚在以投机型基金为主导的基金行业中投资型基金才是真正的领导者。萨菲尔先生已得到授权用投机型—投资型基金之战来测试美国国民的性格特征，但他却很难描述这种现象。

萨菲尔先生受到投资型基金的自我毁灭现象的严重打击，向更多的观众承认它们的价值在降低。他认为蓝莓百吉饼松软香甜，而竞争对手油炸饼虽然也香甜可口却具有导致肥胖的本质，并说明它还要加上巧克力材料。所以萨菲尔先生告诉我们百吉饼则没有这个特征，是半烤制的，全部由面粉制成，这反映了美国那些富人的不科学的营养餐饮。

但是在整个基金行业发展的推动力中，一直都有投资型指数基金的作用。过了很长时间，投机型基金才在 1975 年复制成一个先锋 500 指数基金和在 1992 年设立完全市场指数基金，而现在共有 332 个基金。它们代表的仅仅是整个资本市场的 10%，而在 1999 年指数基金的现金流却占据整个市场的 35%。如果要继续保持这种竞争优势，我们要和强大的竞争对手一起前进。

大多数基金都由于过多的成本支出而失败，而有些基金将支出成本暂时定位很低，这是诱饵策略。（先吸引投资者，然后再将费率提高，但这只能暂时地欺骗一些投资者，最后还是要失败的。）模拟市场指数本质上就像商品战略，主要区别是成本支出率。低成本永远优于高成本。而且，实践证明乐于投资的人往往比勉强投资的人容易成功。

那么如何才能成功？现在，2 500 亿美元的先锋投资资产主要由纯指数基金构成，另外 1 500 亿美元的资产投资于高质量、低成本、定义为投资型的债券和货币市场基金，5 350 亿美元中的 4 000 亿美元资产已经可以清晰界定为投资型基金了。我们持有的大多数基金为投资型基金，也就是说这些基金具有特定的投资战略，非常低的成本支出，投资组合的交易换手率与行业持平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公平地说，虽然有些本质上具有投资基金特征的竞争对手，但还是太少了。但是共同基金的压倒之势却遇到了投机基金，所以整个市场的商品增加了，希望这能够给投资者带来最大的投资收益！

在多种基金共存的情况下，我仍不是旁观者，而是切实地参与到整个市场中。2000 年我在刚开始进入基金市场时如同每一年一样，现在与我 10 500 个同事一起为 800 万个先锋基金的股东而服务。作为先锋基金的创办者，我一直是所有同事和基金所有者的授权代表；作为先锋基金新创办的伯格金融市场研究中心的主席，我一直发挥我所有的热情和能量努力履行这个长期职业使命。我的研究、写作和讲演都来自于我对这个行业的美好憧憬，我认为我的基金是整个行业中最好的，也来自于我在 1993 年和 1999 年出版的头两本书中的观点，2000 年还要出版两本。

许多股东也许会问：后伯格时期的先锋基金会怎么样？我只能回答：不必担心。第一，先锋基金一定会走在行业前头，只要我今天能看到就一定能走到，我会全身心地投入到这个工作中。第二，我也对我的投资理念有坚定的信心，先锋基金的简单投资原则和基本人文价值会助我成功，在我年度基金报告中我对我的投资者说道：那些投资原则和投资价值不是暂时性的，而是永久的。

最近，一个管理咨询顾问将爱默生的格言“一个制度就是一个人延伸的影子”应用到先锋基金中。我不简单地附和他，因为我们所取得的一切不是我一个人的功劳，所有的成果都是这个团队集体智慧的结晶。我们的经理们和员工们都是很强的，每过一天他们都获得很多经验，我希望这些都是智慧。而且，每过一天他们都在检验着我的投资原则和价值的正确性，它们大部分都是我积累的精髓。

很高兴，这些年来我付诸的热情已经证明为一个成功的商业公式。不仅我们的投资战略得到像哈佛商学院这样的学术机构的极大赞扬，还为先锋基金在这个行业中赢得了持续增长的市场份额。2000 年初，我们的对手为了回应我们的挑战，开始想其他商业策略。但是如果他们不能改变心态，不能看清楚其他基金的价值，不能了解充斥投机基金市场的金融产品，仍然采取投机策略将还会失败。

只要我们保持我们为自己设定的基本原则：不盲目、不自满，而在频繁波动的市场中借助于信息资源、高科技和充分的交流，HMS 的先锋基金就会永远辉煌。不仅如此，先锋基金已脱去投资的神秘面纱，看清成本的重要性，赚取的收益不仅仅是我们在市场份额中买到的那部分，还提出了成功投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期本质特征，代表所有成员的利益，先锋基金必须避免模仿我们对手的短期投资策略。从长期看，只要坚持我们自己的原则就会把握住今天。

读了萨菲尔 10 月份出版的论文后，我将其内容复制了几份分发给先锋基金的 200 个同事，希望它能在我的同事之间广泛的流传。我的目的就是想警告他们采取投机策略的危害有多大，即使是一点点也会造成很大的损失，提醒他们要始终用投资的眼光去看待事情。萨菲尔的"百吉饼和油炸饼"的三个教训对任何企业而言都是痛苦的，对先锋基金也举足轻重。

（1）当你取得某个重大突破或位居行业领先地位时，永远不要忘记你成功的原因。用百吉饼的理论来讲，这个原因就是不断地尝试挑战困难。

（2）当你在竞争中长期保持领先地位时，永远不要放松，更不要让你的追赶者分享你的午餐。

（3）如果你不断扩大的市场份额是以牺牲你的真实和诚信为代价，仔细悔悟一下，否则你的发展空间就会缩小到只剩下一点点了。

从另外一个角度来说，先锋基金，也就是我们，必须用我们的实际行动保护我的品牌，让我们的竞争对手以我们的品牌为追赶的目标，引用萨菲尔在论文中最后所讲到的："让油炸饼就是油炸饼，让百吉饼就是百吉饼，它们的特点就决定了它们的吸引力。"我从来都没有怀疑过先锋基金，无论我是否在这个世上，我都相信它一定会永远保持它的特色。我们的最大特点就是诚信，这也是我们的投资者相信我们并愿意投资我们的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章
投资文化的冲突：复杂与简单

货币展会上的主题演讲
迪斯尼科罗那多温泉度假山庄，佛罗里达
1999 年 2 月 3 日

很高兴能有机会在这里向在座的 9 000 多个人投资者讲述我的观点。在这个世纪之末有机会作演讲，我想将我的主题集中在：两种投资文化的冲突——复杂与简单。就共同基金的创始人所言，自从 25 年前共同基金成立以来一直以简单为投资原则，我相信你们对我的立场也不会惊讶。

现在，我非常清楚地知道大部分的货币基金魅力都是因为它的复杂性。今天所讲的主体本质就是：现在有很多种不同的复杂的金融战略、金融系统和投资方法，你必须要克服那些传统的对市场有负面影响的教条思想；也有很多种不同的个人投资者，他们对未来都有自己的预期，无论现在是一个新纪元还是一个动荡年代也都要持有金融资产。

我相信你们都有机会参加 100 多个演讲者策划的 130 多个不同的座谈会！很好！在我看来他们的最大优势就是及时提供给你们在新千年的成功秘密。许多演讲者也会提供给你们有诱惑力的最好的就是很复杂的解决方法，最差也是一些理财小把戏或魔术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我必须承认当我看到以下这些似乎很容易就能通向财富之路的标题我退缩了，例如“财富创造和保持：增加15％～20％的投资收益”、“网络实现亿万美元收入”、“提炼钻石实现未来财富”、“高利润低风险战略”、“1999年的前十名基金”、“找到下一个超级股票”、“指数基金：在牛市和熊市一样获得高收益”、“打败标准普尔500的5种方法”。

假设这些演讲者能告诉你们成功的秘密，那么让我来给你们我的方法：投资成功的最大秘密就是没有秘密！我的长期经验和判断已经告诉我复杂的投资战略最终只能导致失败。也证明了投资的成功在于简单，这是一个财务的定律，是现实预期，也是大家的共识。现在至少有一个团队的人和我在同一战线上，这给了我极大的鼓舞。所以我毫无保留地写道：“简化投资：如何简化你的生活并且增加收益”。

现在让我们一起测验一下繁琐这个问题。我将引用我最尊敬的一个人的言语来开始，虽然这个人我从没见过，他就是巴菲特所尊重的，也是他在波克夏海瑟崴股份有限公司的最佳搭档：查理·曼哲，他举出一个实际例子来反对繁琐复杂：

复杂就是具有许多投资顾问的大盘基金和大学捐赠基金采用的……指导方向，也是一些咨询顾问用以决定哪些投资是最好的选择或者哪些是可以投资的外国证券的依据，这些咨询顾问通常依赖于那些投资银行和国外证券公司拿7位数工资的证券分析家们，……试图去模拟伯纳德·科恩费尔德的基金。这些都是复杂的确切示例，……复杂的总成本几乎达到总资产的3％。人们如果认为复杂投资就能带来收益的话那就过于乐观了。

曼哲先生指出：股票市场的基础资产投资如果过于复杂那会带来巨大的成本支出导致低收益：市场收益5％，总成本支出3％，净利润就只剩下2％了。如果我们将这个分析扩展到10年的期间，这些财富就会缩水26％，过了20年就会缩水46％，过了30年就会缩水60％。

我还要指出，拥有共同基金组合的投资者实际上是乘坐一条船的，一旦退休以后，就要依靠你以前积累的财富来维持日后的月收入，事实上这些收入必须不断增值才能维持以后逐渐增加的生活支出。在现在的金融市场上，普通股票的收益低于1.5％，高级公司债券收益却达到6％，但这并不是说投资股票市场就是错误：就收入本身而言，具有它的稳定性和预测性，不会增加收益；而资本具有波动性和不可预测性，会增加你的收益。而且，共同基金会让你的工作任务更加困难，因为至少大部分的共同基金是在非友好的投资主体中进行投资的。现在，平均的权益基金收益只有1％的4/10，平均的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司债券的真实收益率已达到5%。

过去能选择高收益共同基金的复杂投资战略告诉我们什么？一遍又一遍地告诉我们相同的结论：不要采取复杂战略！不论我们身在何地，这个历史性的结论都是很清晰的。失败者总是希望选择能大大超过市场平均收益的基金，希望寻找能永远获得高收益的基金，而事实它的过去投资收益已经证明它未来没有高价值。为了证明这一点，我们考虑专业地寻求高收益的投资者选择的以下5个基金的例子：

- 第一，与股票市场相比的基金管理者过去的经营业绩；
- 第二，投资交易记录，许多记录在货币账单上都展示出来；
- 第三，《纽约时报》选择的最近的咨询顾问交易记录；
- 第四，晨星基金选择的年度基金管理者记录；
- 第五，在投资中（后期有很多被证明是很差的交易）有很多失败的案例，通过基金的基金的交易记录，能检验出它们是否有为你选择最好的基金的能力。（原始的基金的基金是由前面讲述的伯纳德·科恩费尔德设立的。它的最终结果也不是很好。）

成功基金经理人遭遇失败

基金经理人一般都采取复杂的投资策略，他们有权决定投资战略，评估个股，确定未来在什么时间股票价格将要下跌，并据此调整投资的资产组合。但是，所有这些复杂的投资策略都导致了失败的投资结果。最近几年，这个事实已广泛被人接受，不仅包括学术界和金融界的分析员们，还包括基金行业的从业者们。例如，在过去的15年中，在287个基金中只有42个基金成功地生存下来，1/7的基金收益率超过整个市场威尔希尔5 000权益指数的收益率，而其他245支基金全部破产。而且，只有前10名的基金（1/29）做到了专家称之为“具有统计意义的数字”，这个数字充分证明了它们的巨大的波动性。市场的年均收益率是16.7%，基金的年均收益率是13.9%，这样基金为整个市场提供了83%的收益。在股市上行时期，投资10 000美元于基金将增长到70 400美元，投资股市本身可增长到101 400美元。基金自身增加的资本累积价值只是整个市场的59%，基金业本身消耗了41%的股东潜在价值。正是类似这些的数字最近使得一个前任基金总裁不得不承认：共同基金市场永远不能打败整个市场，彼特·林奇也承认“大部分的投资者投资指数基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将获得更高的收益率”（见表 2-1）。

表 2-1 复杂的成本，基金管理人与市场（投资 10 000 美元，15 年）

	年均收益	占市场收益的百分比	终值	占资本增加的百分比
权益基金均值	13.9%	83%	$ 70 400	59%
指数①	16.7%	100%	$ 101 400	100%
指数优势	2.8%	17%	$ 27 700	41%

① 威尔希尔 5 000 指数。

实时记录结果更糟

即使基金管理者将复杂的投资战略应用于他们自选的基金当中，投资的实时记录也再次强调了这个结果。赫尔伯特金融文摘的一个新的研究表明：从 1987 年 8 月股票市场高峰一直到 1998 年年底是一个很好的研究时期，它既包括了牛市时期又包括了熊市时期，这段时期基金的年均收益率为 7.3%，而这个数字只有威尔希尔 5 000 指数 14.1%收益率的一半。如果在 1987 年股市处于高峰阶段投资 10 000 美元到指数基金中，将增值 34 100 美元，在实时交易记录顶峰时期，增值仅有 29%。基金管理者们从失败的基金中选出 2 900 美元投资于基金的资产，仅仅一个实时记录就累计花费了 2 100 美元。很明显，这两个管理方法中从资产平均价值为 15 000 美元的账户中选出 5 000 美元，大师的投资回报率高于市场收益率。55 个咨询顾问中只有 6 人的投资收益高于市场平均收益，在将市场风险因素考虑进去以后，55 个中只有 3 个的投资收益率高于市场收益率。通过使用复杂的投资策略声称要达到超过市场平均收益率的基金，最终很少有能实现诺言的。更多的事实证明了那些少数成功的基金将在下一个长期市场中继续成功下去（见表 2-2）。

表 2-2 复杂的成本，消息与市场（10 000 美元投资：1987 年 8 月～1998 年 11 月）

	年均收益	占市场收益的百分比	终值	占资本增加的百分比
基金年均收益	7.3%	52%	$ 20 000	29%
指数①	14.1%	100%	$ 44 100	100%
指数优势	6.8%	48%	$ 22 000	71%

① 威尔希尔 5 000 指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有新闻都适于传播

在 5 年或 1 年半以前，如果让那些咨询顾问用他们的复杂的评估策略为《纽约时报》选择或管理那些假设的资产组合，如果我们将这些顾问的投资结果每季度公开一次，他们的投资记录机会不会得到改善。从那时起，每个咨询顾问最初投入的 50 000 美元平均能增值到 103 500 美元。这个数字还不算差吧？但当你认识到《纽约时报》的评估标准时你就知道这个投资收益大约为 156 100 美元。这样，投资者不通过代理就能在市场上获得 53 000 美元的收益。咨询顾问赚到 61％的市场年收益率（14％，23％），这样使得指数基金额外的资本积累达到 50％（见表 2-3）。

表 2-3　复杂的成本，"纽约时报"对 5 位投资顾问的测试

（1993.7～1998.12，50 000 美元初始投资）

	年均收益	占市场收益的百分比	终值	占标准普尔 50 指数增长的百分比
咨询顾问	14.1％	61％	$ 103 500	50％
指数基金①	23.1％	99％	$ 156 100	99％
指数优势	9.0％	38％	$ 52 600	49％

①　先锋 500 指数基金。

年度基金管理人

除了钦佩晨星基金之外，我从未服过任何人，因为自从 1987 年以来它每年都被评选为"年度管理人"基金，这个荣誉来之不易，晨星基金的主编认为他们得到这个荣誉当之无愧，因为评委们也认为基金的业绩表现才是最重要的判定因素。哎呀，但是就投资而言也是很难获得奖励的，整个 1997 年当选的基金管理人都具有比其他基金更好的投资管理业绩，但是一旦被评选出以后就相差甚微了。在这次评选的下一年中，这些基金中没有一个业绩表现超过标准普尔 500 指数的，这些基金在 1998 年的平均累积投资收益率只有 16.2％，而标准普尔达到 24.3％。但是年度管理人却获得 66％的投资收益率（见表 2-4）。我们希望"时代杂志- Cover - Jinx"不要放弃 1998 年的这个奖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

项，这些基金从前的业绩表现真的很不一般。

表 2-4　复杂的成本，“年度基金管理人与市场”①

	年均收益	占市场收益的百分比
年度基金管理人	16.2%	66%
指数②	24.3%	100%
指数优势	8.1%	34%

① 基金管理人都没有退休或者改变基金组合。

② 标准普尔 500 指数。

伯纳德·科恩费尔德的继承者

我还有一个例子：基金的基金总是因为复杂的投资策略而收取额外的管理费用，他们在选择基金时是通过选择咨询顾问再选择咨询顾问，所以他们的业绩表现就很差，对于这些情况，波克夏海瑟崴股份有限公司的曼哲先生早已很明确地提醒过我们了。投资于基金中的基金的理念是这样的：考虑到市场上只有如此少的基金获得超过市场平均收益率的投资收益，理财顾问甚至是晨星基金都不能事先挑选成功的基金，为什么不付给专业的基金挑选人一笔费用而让他们承担更多的任务呢？从实际上看，这似乎是个好主意。

唉，这个纪录可能是所有纪录中最差的一个了。最初投资于基金的基金，是科恩·费尔德创立的，也是在他的以瑞士为首的基金帝国中垮掉的，现在基金已经吸引了大约 120 个美国的模拟人，这些基金都收取过高的基金管理费，平均是总资产的 1.5%，还要加上基金所有者的双倍的直接经营成本，达到 3.1%。所以他们不仅不能选出收益高于股票市场的基金，也不能选出优于同业的基金股票（见表 2-5）。

表 2-5　复杂的成本，基金中的基金与风格（3 年）

	1995～1998 年均收益	占市场收益的百分比
标准普尔 500 指数	28.2%	100%
大盘基金	19.5%	69%
大盘基金中的基金	17.9%	63%
指数优势	10.3%	37%

平均而言，在过去的 3 年中基金大规模地发展起来，收取高费用的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于基金中的基金的表现不如共同基金，只达到其77%，这个结果说明被这些基金的基金所选择的基金的收益远远低于那些随机选择的基金收益。由于额外的基金选择的复杂性和额外的基金管理费用造成的损失，使投资于基金中的基金的年度收益率只有17.9%，而共同基金的收益率为19.5%，标准普尔指数的收益率为28.2%。投资于基金中的基金的收益率只能达到股票市场的63%，很难达到预先假设两倍的收益率。

生命短暂！享受生活！但是最多不能超过5%

现在你必须像我一样想尽一切办法不断地接受这样一个理念：复杂的投资是没有意义的。你在金融展中看到的也是同样复杂的现状。我不能告诉你它在未来会怎样，但是我可以很肯定地告诉你过去它的业绩很差。当然，在这里你将会遇到很多聪明的、资深的金融投资专家，他们的解说很动听，也很有吸引力，但是如果你听从他们的理论，你将会发现这些不能带来无风险的高投资收益，这不是一个现实的预期。但是你坐在这里很有趣，对于过去遗留的问题用现代的修复方法来弥补。在这种情况下，我要鼓励你做正确的事情。生命很短暂，如果你想要享受生活，那就去吧！

但是不要总是想拥有那些你很难得到的财富。特别是，不要企望你的投资资产有高于5%的收益率。最多这只是个赌博的游戏，而不是你出租你的货币，所以不要动用你将来的养老资产，也不要动用你的大学教育基金。也许可以试着接受两个或三个演讲者的建议，他们可以教你一些有价值的课程，在短期内可能不会给你带来过多的损失。但是你会问，你现在所依赖的或者是将来有一天你要依赖的资产的95%应该怎样投资才能让你安度晚年呢？

现在……到重要货币账户中来

重要的货币账户只能应用简单的投资战略。尽管我一直持有此观点，但是你也不必相信我。查理·曼哲在波克夏海瑟崴公司著名的合作伙伴，传说中的巴菲特，就是以其对自己的资产实行成功的投资战略创造了长期价值而闻名的。巴菲特先生购买一持有的投资战略本质上就是简单。下面是他的语录：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资上市公司的艺术就在于……在一个敏感的价格简单的投资，这是一个优秀的经济学理论，也是一个有效的诚信的管理方法。因此，你需要做的就是监督这些资产的质量。大多数机构投资者和个人投资者都将会发现拥有普通股票的最好的方法就是通过持有具有最低管理费用的指数基金，那些能够遵循此原则的投资者就能获得大多数投资专家获得净收益。当然，成本是最重要的。例如，权益共同基金会有成本支出，这是基金管理人的一大笔支出，大约有100个基本点，税收会减少投资收益的10%或者更多。

我想我将我自己的观点和巴菲特的每一个观点联系在一起你们一定不会感到惊讶：投资商业；用一个指数基金；将持有成本最小化。在某种意义上说，我在曼哲的复杂投资文化和巴菲特的简单投资文化之间取个折中。我认为权益共同基金的年度成本每年要上浮2%，平均的年度成本支出率为1.5%，由于组合交易使得平均年度成本从0.5%上升到1.0%或者更多。这种隐藏的成本就是基金组合的年度换手率达到85%的结果，这个数字说明典型的组合资产的持有期只有1.1年。这种短期投机行为是长期投资性的强烈对照，购买商业而不仅仅是几张票据——这是巴菲特－曼哲投资战略的基础。

为什么巴菲特、曼哲和我都很认可低成本的指数基金的市场的价值呢？就是因为以下两个十分明显的事实：①一个团队的所有投资者必须将投资的成本和收益作比较；②一个团队的所有投资者必须根据总成本减少投资收益。结论就是：基本上所有的投资者——包括目前在座的各位——都要面临一大笔的投资成本支出，这是事实。但是如果你能将投资战略从复杂转换为简单就能避免这种直接的而又可预测到的成本支出。简单投资必须在一开始就将这个标准设为你的目标：

投资成功的现实意义就是，无论你投资股票市场、债券市场还是货币市场都要实现最高的市场投资收益率，可以通过重估和接收等方式来组合，这个比率将低于100%。

你的投资收益如何能更接近100%呢？最好的选择就是通过指数基金。它是简单的，是投资于整个股票市场的体现；也是囊括美国所有上市公司的分散性投资策略；这在本质上是触摸不到的；基本上避免了高成本的组合换手；成本非常低廉；而且还是免税的。这样的一个基金会提供给你——实际上，是保证你——获得市场平均收益的98%～99%，大大高于85%的投资收益率或者那些典型的共同基金投资收益率。

基于威尔希尔5 000权益指数的指数基金拥有100%的市场，所以在这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的环境下，投资收益一般为12%，年度管理成本为1%的0.2，将提供11.8%的投资收益率或者是市场平均收益的98%还要多。另一个理性的选择就是标准普尔500指数基金，它基于包括美国75%的股票在内的基金。由于在指数基金中的大规模股票有很大的浮动，500指数基金是当今最受欢迎的，但是我并不认为这些股票重要到好像是市场的混合物，注定永远处于优势地位。所以一点小变化就会被映射到过去。中小规模的股票在近几年也将会有它们自己的地位。从长远看，大规模和小规模股票都倾向于提供相同的收益率，所以每一个基金都将表现得很好。但是从短期看，完全的指数基金市场将很明显地只能追寻整个市场的足迹。

简单战略起作用

以前我就指出了5个关于复杂性投资高成本支出的例子，我要很透彻地教给你们简单投资的价值。标准普尔500指数即使是很消极的管理也能体现出它的优越性，而且这种优越性已经持续了半个世纪。在过去的50年中，指数基金的回报率年均为13.6%，这比长期增长的收入型共同基金的收益率要高出1.8%。因此，基金的收益率平均是市场平均收益率的87%。如果考虑到长期以来这些巨大的组合收益，初始投资标准普尔500指数基金10 000美元，在50年后这些资本将升值到5 782 000美元。如果投资到权益共同基金中，终值将只有2 589 000美元。结论就是：基金只能提供不到一半的——确切地说是45%——市场增加值。表2-6和图2-1指出了这段时期以来这些资产都是如何增值的（这里不考虑税收因素；如果加入税收因素，指数基金的优势将变得更大）。简单的事实就是：简单的投资战略起作用。

表2-6　简单的价值

投资期间	S&P指数	权益基金	差额	基金收益占指数收益的百分比
50年	13.6%	11.8%	+1.8%	87%
40年	12.0%	10.5%	+1.5%	87%
30年	12.7%	10.7%	+2.0%	84%
20年	17.7%	15.1%	+2.6%	85%
10年	19.2%	15.2%	+4.0%	79%

我想现在很容易"结束这个案例的讨论"了。但我还是想告诉你们指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金简单投资战略的价值已经被证明是一直增长的。为什么呢？因为这些年以来共同基金的成本支出一直在增长。

我必须尽快地警告你们：过去 10 年中标准普尔 500 指数基金获得的 4%的年均收益率以后不可能再有了。因为在过去 10 年中大规模股票优势远远高于中小规模的股票，而刚才我已经提到过这种趋势今后将逐步回归到市场均值中来，今后这些指数基金通过简单的低成本投资战略的运作最多也只能达到2%～2.5%的长期投资收益率。

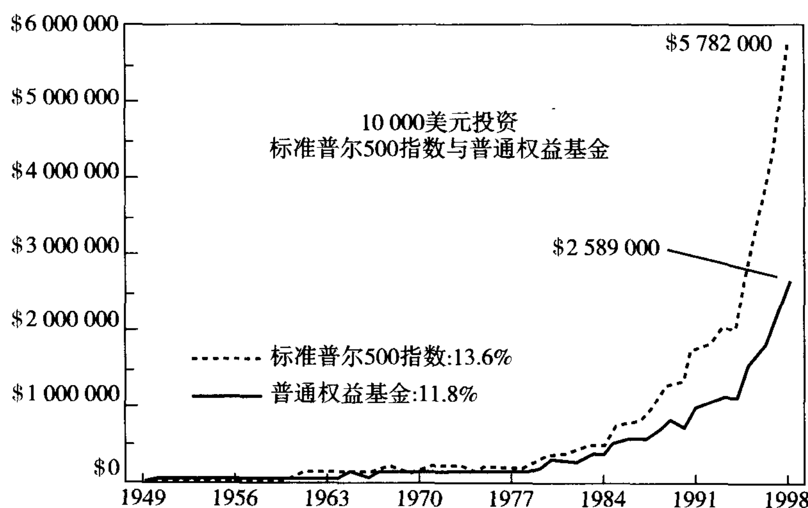


图 2-1 简单的价值

简言之，指数基金的简单投资战略的概念——本质上永远都是简单的——在重要货币账户的投资中将占据最重要的地位。观察长期投资市场，指数基金对于成功投资中具有决定性的作用。这 3 个图表完美地向我们展示了时间（第四维，也是至关重要的时间维度）是怎样与收益、风险和成本（3 个空间维度）一起相互作用的。一定要把这 3 个简单的概念应用到指数基金的简单投资战略中去。

收益维度

收益是投资图中第一个也是最重要的一个维度。时间可以使投资收益加速增长。“组合魔幻图”将复合利息纳入其中，就像爱因斯坦指出的：时间价值是数学界最大的发现。对于一定的资产，通过时间维度的应用，金融资产的价值会得到成倍的增长，这也同样适用于债券。尽管我们已经享受阳光滋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润的日子有 16 年了，但美国股票市场也时常经受暴风雨的打击。但只要我们能确定未来股票市场的投资收益率在 10%的范围内上下波动，债券市场的投资收益率在 5%的范围内上下波动，那么在这两个市场初始投资 10 000 美元获得的累计资本增值将有很大差别：40 年以后股票市场的资产价值将达到 453 000美元，债券市场的资产价值将达到 70 400 美元。加入时间因素的概念后具有高回报率的资产投资优势就会凸显，因为它会成倍地增加（见图 2-2）。

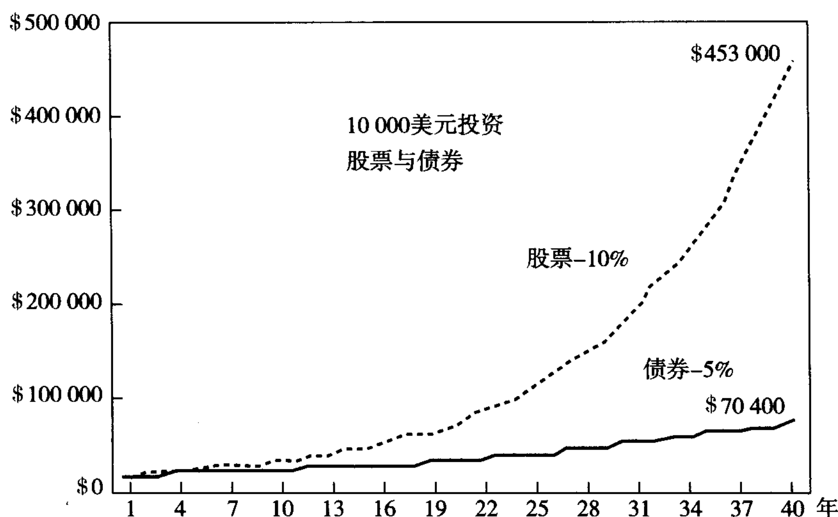


图 2-2　回报：复利的魔力

风险维度

不要忽视风险，风险是投资坐标图中的第二维度。股票，特别是在今天，具有很高的短期风险。但是时间可以修正风险波动，这种修正也像是一个魔幻图，我们也把它称为“组合投资的修正图”。股票投资的风险（这里我们使用标准差来测量，标准差就是测量股票实际收益率的波动范围）可以使资产价值缩水 60%（从 18.1%到 7.5%），这只是从第一年到第五年的变化。10 年以后，75%的风险都将消失。风险会不断地下降（25 年下降到 2.0，50 年下降到 1.0），但是在第一个 10 年中风险的减少程度是最大的。投资者都不会忘记，变化永远都不会变成确定性的因素。我们现在面对的不是一个具有最低市场风险的 10 年（1964～1974），虽然那时的年均股票实际收益率达到 −4.1%（见图 2-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

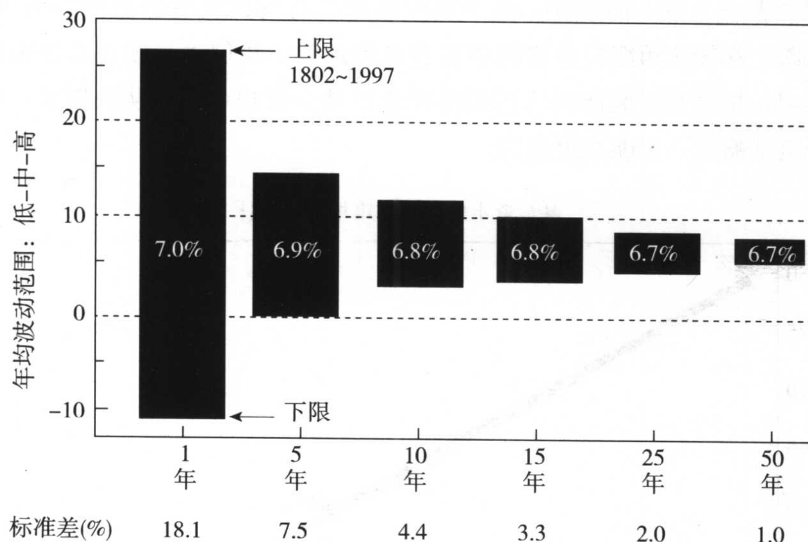


图 2-3　风险：复利的延缓（真实回报的变化范围与标准差，1802～1997）

成本维度

我们已经很明确地知道了时间是怎样修正风险和加速收益的了，但如果你们像大多数其他投资者一样就没有考虑到第三维因素：成本。时间能扩大成本的冲击力度，成本会减少收益，而且是在你没有预料到的情况下逐渐地减少。随着时间的推移，成本增加的越多。我们看到过了“组合魔幻图”，这个原理也同样应用于成本因素，我们叫它“组合的专制帝国”。如果我们假定股票市场的长期年均收益率为 10%，共同基金的年均收益率为 8%，那么它的净成本率就为 2%。在每一个年度末，投资者会看到资产增值为市场增值的 80%，但是这有一部分的成本抵消。5 年以后，基金增值只有市场增值的 77%，10 年以后为 73%，25 年以后只有 60%了。如果在 40 年以后，基金的增值就只有市场增值的 47%了（见图 2-4）。如果在共同基金业投资 10 000 美元，将有一半的资产用于成本支出，而这部分成本若在股票市场是可以增值的，因此成本支出大大减少了市场收益率，这就是成本的巨大作用。

这样你们就明白了。在这个游戏中用复杂的投资测量是很危险的，而我、查理·曼哲，还有巴菲特都认为简单投资战略能够在投资中获胜。低成本能减少对收益的冲击力度，随着时间的增长，低成本的重要性越来越凸显。指数基金能够剔除那些选择错误的投资风格和错误的投资组合的风险因素，只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

留给投资者一个单一的风险，这个风险也是所有的投资者必须面临的风险：市场风险。趣味货币账户在投资中有自己的地位，我们也必须在总结失败教训中学习，把这些经验所得应用到重要货币基金账户中去，从长期看，你的简单投资战略就一定能获得成功。

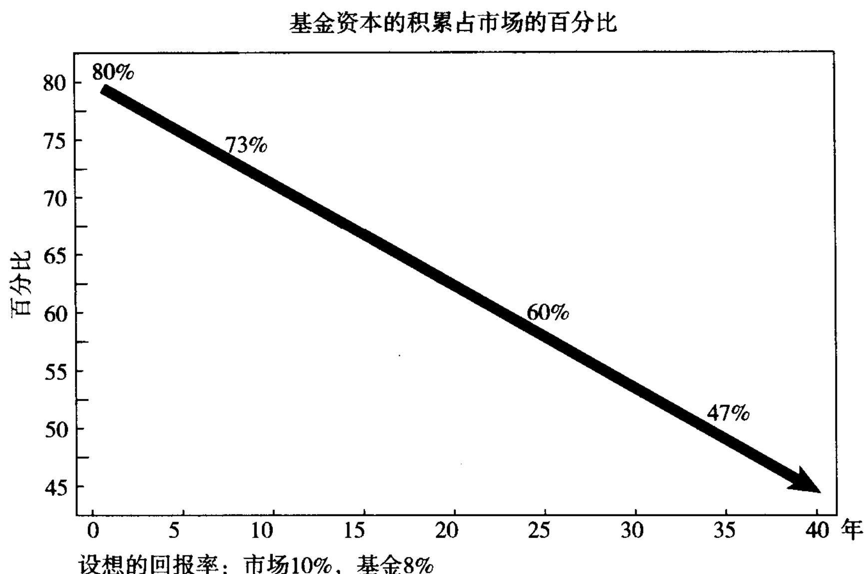
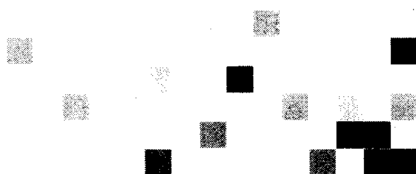


图 2-4　成本：复利的专横

以上讲的是两种投资文化的冲突，但我一定会是最后的胜利者，那么你呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章
权益基金选择：针还是大海？



美国个人投资者协会
费城篇
1999 年 11 月 23 日

今晚很荣幸能站在这里，非常感谢各位的宽宏大量，我本应在 1995 年 11 月 5 日就来这里演讲，但由于其他原因被迫取消了，还好我又抓住了一个机会，所以我今天站在了这里。

在座的一些人可能知道我真的很想改变这里的听众对我的评价。1995 年 10 月 18 日我进入费城的翰纳曼医院，准备心脏移植手术，经过 128 天的等待后，1996 年 2 月 21 日我的身体接受了一颗新的心脏，我希望这颗新的心脏能够很强劲地带动我生命的运转，不仅带给我无穷的力量，还能给我一个崭新的生活，让我能够微笑地面对生活中的不幸，让过去的都过去。因为有了第二次生命，我接到了更多的祝福，吉卜林对曾经拥有巨大成功和失败的人提出很多挑战：用同样的心态面对这两种事物。所以我要忘记过去，展望未来，继续关注先锋基金，关注我们的客户，我们的股东，继续全身心地投入到为共同基金投资者而服务的使命中去。在今年的年报上我告诉先锋基金的股东们："……我将继续努力，直到我离开这个世界。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是因为1995年我没有参加演讲，而是在美国个人投资者协会的费城那次讲座我就已经发表过演讲。那是1988年9月27日，我作了一次演讲，当时的投资环境和现在截然不同，从那以后我们享受了美国长期以来最辉煌的一段经济时代，让我们不禁想起塞万提斯400年前提出的问题：我们能享受这样的好时光太长时间吗?① 稍后我将告诉各位，根据我的分析，这个答案是肯定的。

经济学和情感

12年前投资者都很谨慎。道琼斯工业平均指数突然下降了35%，从1987年8月的2 700点下降到1987年10月的1 700点，其中523点的下降是由于遭遇了黑色星期一（1987年10月19日）。一年后，当我和你们交谈时，市场已经恢复了一半，正在这时《时代》杂志刊登了一篇令人恐惧的文章（一个巨大熊市暗示的来临），我把这篇文章作为今天演讲的主题，从《时代》杂志上我截取以下一段：

“买股票？绝不可能！这是一个危险时代……目前一切都在变糟……市场要崩溃，小投资者已岌岌可危，股票市场已成为世界上最薄弱的企业之一。”

《时代》杂志报道：个人投资者所占比例已从1987年8月的35%下降到1988年9月的3.7%，在道琼斯指数还在2 080点时，所有的投资者对股市仍抱有很大希望。这篇文章和我在股市大萧条之后读的很多文章都很相似，认为这正是个投资的大好机会。

这是一个很好的预兆！那时道琼斯指数有9 000点，现在有11 000点，比我上次和你们讲时高出450%。但根据《时代》杂志的统计，大多数投资者都不认为这是一个绝好的投资机会。1987年的前几个月内股价很高时，投资者购买了250亿美元的权益共同基金，但在1988年前几个月内股价已很低，投资者将这些股票变更时只剩下40亿美元。

投资中理性与感性的冲突，从理性角度看，美国已处于强势地位，国家科技不断创新，金融市场也在复苏。从感性角度看，就是人们在市场低迷时期会有恐惧心理，在市场高涨时期又重拾信心。感性因素影响我们的理性决定。在1987～1988年，感性的反作用很明显。这看上去像一个古老的历史故

① 在《唐吉诃德》中，作者塞万提斯为我们描述了很多令人惊讶的情节，极大地丰富了投资者的词汇。我在这篇文稿里引用了8个他的著名言论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事，对我而言却像发生在昨天一样，我把它当作是严厉的教训。

如果感性一直在投资中起作用，那我们必须关注两个关键性问题：一是资产的组合分配，特别是股票和债券之间的比例分配，我能做的最多的就是不断地告诉大家我 11 年前一直重复的速度平衡的投资理念：“因时而动”。根据自身资产规模、负债规模、投资目标、承受风险的能力、对收入的需求和年龄等因素进行考虑，也许 50/50 的比例是个很好的起点，如果即将到 65 岁要退休时那股票投资就少点；如果正值青年，正有一个很好的职业发展可以多投资些股票。但就像塞万提斯所做的，**“一定要保护好你们的耐心，你们的决定力”**，总之就是你们的心态的力量（哦，我已经又说一遍了！）和你们承担压力的能力。但在 11 年后，在这样一个牛市的投资环境中，这些因素还是要好好考虑的。

大海捞针

其他的一些关键性因素和我今晚主要关注的问题是在你们的投资组合中普通权益共同基金的选择问题。今天我讲的题目是：“一根针还是一个大干草堆?”塞万提斯曾经警告过我们：**不要进行大海捞针似的寻找！**虽然这句话已经深深地印在我们的脑海里，但是很多共同基金的投资者还没有接受它，我们中的大部分人花了很多时间和精力研究交易记录，通过新闻刊物和电视信息以及朋友交流等方式获取各种信息，还从各种各样的基金的广告和专业的基金评级服务公司中获取信息。但实际上，虽然这些基金过去的收益记录都已精确到两位数，但是对未来收益的预测能力却几乎为零。因此，我们是在大海捞针！

在 3 500 支基金当中，你们如何能找出最需要的那一支基金？这种几率基本为零，并不是因为有很多人在吹牛，尽管实际上是有这样一些人，是因为过去的事情都随着时间流失掉了，这样小孩子都会说“真笨”，小孩子并不懂得恭维谁。让我来给你们一些实证。

首先，让我们一起来观察一下长期里进行大海捞针的机会有多大，根据塞万提斯先生的建议**“诚实是最好的政策”**，我们一起回到 30 年前的 1969 年年末，那是一个具有美好前景的年度，因为刚刚过去两个黄金 10 年，又是 20 世纪 70 年代的末尾年度，市场上共有 355 支权益基金，令人惊讶的是那个阶段内超过一半的基金共 186 支倒闭了。在继续生存下的 169 支基金中经过我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们分析得出：它们的年平均收益达到 11.5%，这比股票市场的总体年均收益率 13.6%低 2.1 个百分点（见图 3-1）。

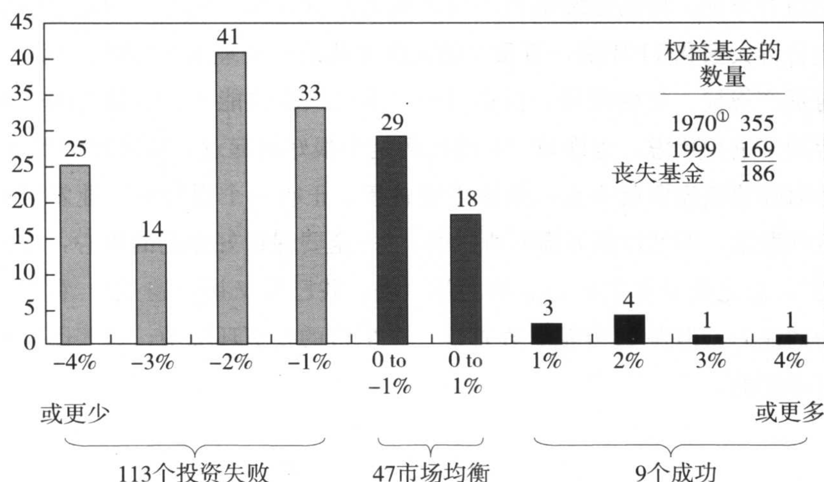


图 3-1　成功的机会：幸存下来的共同基金的收益（1970～1999 年）

①　资料来源：理柏（Lipper）。

只有 9 支基金的收益率达到了美国股票市场年均收益率，并且超幅高于 1%。我们把这些基金称为赢家。另外 18 支基金的收益率达到股市平均收益，但超幅低于 1%，29 支基金的收益率达不到这个目标，且低幅少于 1%，我们把这 47 支基金称为市场匹配基金。剩余的 113 支基金的收益率低于股市平均收益率，且低幅超过 1%的我们称为失败基金。这 113 只基金中有 39 支基金收益率低于股市平均收益率 3%，称为最失败基金，其中有 25 支基金的低幅超过 4%或者更多，有两个已经是负收益率了。（但是它们仍在经营！）

以上数据告诉我们幸存基金的概率低于 50%，在那段时期的基金中失败的概率为 7/10，随时可能倒闭的概率为 1/4，成功的几率为 1/19，如果我们把基金的数量定为从那段时期开始时就有的基金数量，那么成功的几率只有 1/40。在这么多的基金中找到一支成功的基金无异于大海捞针，而找到一个失败的基金概率却很大。

专家能发现成功基金吗？

也许你要问难道专家不能帮我们发现成功的基金吗？这基本上是不可能的。我来给你举两个例子，一个是具有很高荣誉的晨星共同基金服务公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以它获得的“晨星”荣誉而著称。他们给级别最高的基金颁发五星级荣誉，级别最低的基金颁发一星级荣誉。所以，让我们检查一下晨星基金在1991年最初选择的基金，他们把这些基金作为给自己内部用工制作的401（k）节俭计划的投资基金。因此，这些专家能通过此完成自认为是最让他们骄傲的任务。事实上，他们都认为“选择基金要了解一个或两个事情”。他们选择了13支权益基金，分散投资在各个领域，包括大盘基金和小型基金，专业基金和国际基金等，让员工有广泛的选择机会。

但过去的业绩并不是开始，尽管晨星基金有很多知名的专家，但是他们选择的13支基金中，有9支是滞后于市场表现的，其平均收益率只有15.3%，比股市平均收益率18.1%低2.8个百分点，累计比股市低80个百分点（+172%对+252%）（见表3-1）。看起来基金专家要作出好的业绩也不是很容易的。

表3-1 晨星基金的401（k）基金与整个股票市场的对比，1991～1999年

	年均收益率	累计收益率
晨星基金	15.3%	172%
威尔希尔5 000	18.1%	252%
基金收益差额	−2.8%	−80%

如果1991年的投资专家的数量远远少于30年前（尽管我们都没想到当时会有186支基金倒闭），那1993年的投资专家的数量就更少了。1993年中期，《纽约时报》选取5名专业金融咨询顾问，让他们管理50 000美元的共同基金的“纸币组合”，这个经营管理的目标就是超过《时代》杂志所设定的目标，这个共同基金是模拟标准普尔500股票指数的指数基金。从我个人的经验来看，这些专家的水平也只是一般而已，尽管他们在投资领域已经有很丰富的经验。6年以后，在1999年10月，所有这些专家的投资收益率都没达到标准普尔500指数基金的收益率的21%，平均只有13.8%，低于标准普尔500指数基金7个百分点。最初的5万美元最后平均只剩下112 000美元，而这笔资金若投资于标准普尔500指数基金就会达到164 000美元，减少了52 000美元。这对权益基金的选择是一个多么大的考验啊！事实再次证明这些投资专家不能找到最有价值的投资资产。

为何如此多的基金都失败了？因为成本！

是什么引起这么多基金的收益都持续大幅下降呢？基金成本！很多基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理人的经营收益只能和成本支出相持平，我要加一点，这里指的是税前收益。现在我们拥有基金经营的 15 年的业绩数据（从晨星基金开始），我要对过去 15 年的基金收益进行评估，指出经营成本支出和税收占据基金收益的多大比例，在那个时期，每年的股市收益率能达到 16.9%，现在让我们一起看看基金经营的成本支出项目：

• 第一，基金销售成本。15 年前前台销售人员售出基金后都可得到约 6%的销售佣金，分摊到各期以后大约每年有 0.5 个百分点的成本。

• 第二，基金机会成本。权益共同基金一般要持有占总资产 7%左右的现金资产，赚取短期利息收益，而不能投资于股票获取高收益。这样每年损失 0.6 个百分点的收益。

• 第三，基金交易成本。基金管理人买卖股票要缴纳交易费用，平均每年至少 0.7 个百分点。(这些成本支出是不向投资者公开的。)

• 第四，基金运营成本。基金运营成本支出包括管理费用和其他运营费用，每年总共约 1.2 个百分点。

以上费用总共每年约达到 3 个百分点，恰恰是基金年平均收益率 13.9%和股市年平均收益率 16.9%的差额。这个 3%的差额和过去 30 年的 2.1%的差额以及晨星基金，退休计划的 2.8%的差额都大体相同，这比《纽约时报》选取的基金专家的投资收益差额少一半还多。所以我们看一下一些数据资料①。

资料：在股票市场，股票的价格是由现时买入者和现时卖出者的交易形成的，现时卖出者就是基金管理人、养老基金管理人、金融理财顾问、股市经纪人和个人投资者。基金经理人具有选取股票的权利，要找出滞后于市场表现的股票。即使基金管理人的投资收益超过股市平均收益 3%（扣除成本前)，那么扣除成本后的收益就只能和股市收益率持平了。一个基金管理人获得超过市场 3%的投资收益率，另一个获得低于市场 3%的投资收益率，两者会相互抵消，但是后者扣除成本后的收益就低于股市平均收益的 6%了。这些最大的赢家投资收益率只和市场持平，最大的输家就要倒闭了。这个事例也能解释为什么扣除成本支出后就很少有基金能够盈利了。

而更糟的是，大多数基金的持有人还有第五个成本支出：以基金红利的形式上缴给联邦政府、州政府和当地政府的税收，这笔支出也很大。基金组合的大量交易会带来长期资本利得收益（最高税率为 20%）和短期资本利得

① 像在 30 年的分析当中，15 年的数据中只包括这期间的 384 支基金。因为在开始阶段 454 支基金中有 70 支基金就已经破产了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益（最高税率为 40%）。大多数投资者都要对这笔收益缴税，每年要减少收益平均为 2.7 个百分点，这个数字几乎是基金所有人经营成本的两倍。基金组合管理人忽视了税收因素的影响，但基金投资者不能忽视，因为他们是必须要付出这笔钱的。由于基金收益还要减少这笔额外的支出，过去 15 年中权益基金年收益率扣除成本和税收后就只有 11.2%了，这只是股票市场税前收益率 16.9%的 2/3。在众多的基金中寻找价值最高的基金只是一个偶然的事件，概率很小，这种做法只会使投资变得更糟，甚至比我指出的还要糟糕。

投资整个股市

既然要在众多基金中寻找一支突出的是非常困难的，那么对投资者来说什么样的行为才是有意义的呢？答案既简单又直接：不要试图去寻找某一支好股票，要去投资整体，拥有整个美国股市，今天，这对我们来说做和说一样简单。

当然，我所讲的是全市场指数基金。今天可以得到很多这类基金，如威尔希尔 5 000 股指包括美国所有公开上市的股票，（事实上大约有 8 000 支股票，但这些基金涵盖了其中最大的 2 000 支股票，基本上代表了 14 万亿美元的市场资本总额的 98%）其中 75%属于构成标准普尔 500 股指的 500 支大盘股，25%投资于构成市场剩余部分的中盘股和小盘股。能够跟随 5 000 指数的基金就是美国股市了。全市场指数基金就代表了完全的分散性，就是对塞万提斯的警告“不要将你所有的鸡蛋放到同一个篮子里”最终的回应。我们一直都应该寻找的是所有的股票，而不是去寻找那些深深地隐藏在它们中间的极少数佼佼者。

当然，全市场基金也会有费用和税，所以让我们来看看市场本身所能得到的收益是多少。我们将把它的成本与我刚才所描述的主动的管理的基金相比较：

• 第一，没有销售佣金。大多数全市场基金是没有销售费用的。

• 第二，没有机会成本。这种基金通常是 100%投资股票。

• 第三，没有（或者仅有非常少的）交易费用，因为股票的买卖本质上是永恒的。

• 第四，低支出。没有需要支付的咨询费，因为根本不需要投资经理。0.2%或者更低的营运费用就是可行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 第五，低税费。据估计过去 15 年仅在 0.9%左右，基本包括了净利息收入的税费，在基金名义换手率一定的情况下，还有并购所实现的名义上的资本收入的税费。

长话短说，过去 15 年间股票市场的平均年收益为 16.9%。剔除了费用和税费的基金平均年收益仅为 11.2%。一个没有销售费用、低换手率、低成本的全市场指数基金，剔除了估计出来的费用和税费后，会取得 15.8%的收益——每年 4.6 个百分点实在是一个令人惊奇的提高。

综合地看，这个差异会对资本积累有着让人诧异的影响。假设 1984 年的初始投资是 10 000 美元，1999 年后期剔除了费用和税费后，权益基金的平均价值是 49 000 美元。投资于全市场指数基金的同等初始投资的终值为 90 000 美元。几乎是前者积累到的资本的两倍。所以，两倍的退休金将会有一个更舒适的生活。只有普通基金能够跟上市场就好。市场的收益也不用多问了。

跟随货币

现在让我们跟随货币。在主动投资的基金里，销售佣金将占资本的 6%；机会成本将使其上升至 7%；交易费用吃掉 8%；管理成本 12%。税费——很大程度上是不必要的——充公 20%。总共，市场收益的 53%被我们的金融市场和税收体系消费了，仅剩下 47%留给投资者。而投资者，绝非偶然地，要提供 100%的资本并承担 100%的风险。这看起来似乎是不公平的……事实上也确实是。还有更好的方式。而对于全市场指数基金，金融系统的消费仅为 2%，税收为资本的 11%，剩下的 87%留给投资者——几乎相当于权益共同基金平均留给投资者 47%的两倍。

简单地通过降低权益基金的额外费用到核心系统的水平，指数基金投资者①确信他们自己选择的基金能够度过那段很多基金都过早“走向坟墓”的艰苦时期；②能充分地估计到选择一支倒闭基金的风险；③放弃仅有的很小的挑选一支优质基金的机会；④确信他们自己能获得 100%的市场年收益率。在风险和收益处于均衡的情况下，是很难证明你所找到的就是那种很难找的优质股票，这时，正确的就在眼前，整个股票市场可从全视图的角度上看到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要做什么呢？

我猜想你们大多数人现在既没有综合市场指数基金，也没有与它相类似的“表兄”，即标准普尔 500 指数基金。（它们的长期收益率基本上是相等的。）但我很清楚大多数共同基金的投资者——几乎是所有征税的基金投资者——都应该停止那种大海捞针的行为。为什么要在成功的机会如此渺茫、失败的后果如此严重的情况下苦恼地去寻找未来基金中的赢者呢？当然，这要有极大的勇气才能放弃这种传统的大海捞针的投资方式。但是，像塞万提斯警告我们的，“没有决心不可能赢得美人归”。

我很快又补充说，即使那些有决心的人在他们行动之前也要仔细思量。也许这种行动对那些应征税的权益基金持有者来说很容易，因为他们可以卖出基金，实现很小的或者没有资本收益。（在基金业绩较差和大额应征税的资本收益已经实现和分配的情况下，一个误导的基金策略已经让它的基金持有者付出了代价，这样的基金有很多。）

有决心的递延税费节俭计划和个人退休金账户的基金持有者也可以考虑一下这种行动。因为指数基金的税收优势在税收递延计划中对投资者没有任何价值，被动投资的其他优势还保留着；如果他们不是强制性的，那就是他们自己的意愿。但是，对于没有实现资本收益的持有基金份额的应征税投资者而言，没有决心也是一种资产。在他们行动之前要仔细思考。如果你持有的基金现值是 10 000 美元，费用 5 000 美元，清算时你将支付税费 1 000 美元；那么你 10%的资产将全部直接给了山姆大叔。很明显要用几年时间指数基金的成本和税收优势才能补偿你的那些损失。

但所有的投资者都应该认识到这样一个现实：一个管理良好、没有销售费用、低流通量的全市场指数基金是放弃寻找一支优秀股票而拥有整个股市的最明智的方法。而在今天过于乐观和过高的不确定性的股市中，第二个问题接着就是：现在投资股市是个很好的主意吗？换种问法，今天是拥有股市最好的时机吗？

今天，拥有整个股市

让我们通过对比今天股市、债市与 1988 年 9 月股市、债市良好发展时的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本特点，来评价一下目前股市、债市的水平。对于股票，标准普尔那时是270点，相当于它收益的12倍的价格。这个指数的收益是3.5%，它的收益每年以7.1%的速度增长（1988年每股收益为23美元，1999年为48美元）。这样，它的价格从收益的12倍增长到29倍，该指数的基础收益——由收益和股息所决定的年收益的部分——达到10.6%，我将它称之为投资收益。1988年以来，它的价格从收益的12倍上升至29倍，这种变化可用来衡量我所讲的预期收益。这种价格—收益比率的增长——经历了从1987年后的悲观到2000年前的乐观——就使投资收益每年增长8.3个百分点，将那段时间整个市场的年平均收益率推到18.9%。（描述一下这种预期收益的综合影响，价格—收益比率若仅保持在12倍，今天标准普尔指数就该达到580点，而不是1 400点——有820点的差距。那是预期收益率只能解释指数水平中1 130点增长中的近75%。）

未来10年中应该有哪些实际的预期呢？我们从现在1.2%的收益开始，然后让我们假设每年收益增长率均为8%，甚至高于1988年以来7.1%的增长率。（未来收益增长可能会更高，或者更低，经济大衰退时，甚至收益都会下降。）在我们把价格—收益倍数考虑算进去之前，那就是9.2%的收益，目前的价格—收益率是处于顶峰的。让我们假设它退回到20倍，（它可能保持不变，甚至会上升。长期的名义值将是15.5倍。）那种变化将把市场收益打压下3.7个百分点，达5.5%——甚至低于今天高等级债券7%多的收益。（我知道10年里股票不可能会有比债券更低的收益率，但我要提醒你股市不是保险精算师的表格。）在我们所有投资者都经历过不可思议的牛市之后，对这样一个经济收益就是股市给予我们的全部，难免会感到失望。但是，若基金行业的经济收益没有丝毫改变，基金每年2.5%的费用会将共同基金投资者的收益降至一个很低的水平3.0%，相对于将股市的收益削减了45%——而且是税前的——那是未来基金业绩很难承受的。

我已经犹豫了好久才将那个令人烦恼的预想称为预测。我们中还没人能够明智到可以自信自己预测的未来市场收益水平。但这是一个基于股市一系列合理预期基础上的预测。市场收益取决于两个投资因素——股票原始股利的基本因素和它们收益的增长率——通过预期的因素——投资者为公司收入每支付1美元时价格的变化。如果你不赞同我的数字，那就根据你自己对收益增长的实际预期和最终的价格—收益比率，形成你自己的结果。但是永远不要忘记，当投资收益的参数已经通过经济法确定下来时，预期收益的参数就只随我们感情的变动而变化了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯格与巴菲特都赞同……但什么有意义呢？

我相信塞万提斯所说的“天空没有界限”，我的方案看起来还存在不足。但至少我认识到我在一个很好的公司。作为一个投资者的圣像，沃伦·巴菲特使用了一种与我自己相类似的分析方法，他最近提醒“这段时间股票投资者期待的过于多了……事实是当市场脱离了它的价值轨道运行的时候，迟早是要回归的”。他设定“一些合理预期……GDP（美国国内生产总值，对美国经济产出的计量）平均每年以5%的速度增长……利率（保持平稳或上升）……利息相对于总收益的重要性是下降的”和股票每年的预期收益为7%。巴菲特先生将这种预期降低了1个百分点——这个估计“从相对低调的角度，考虑到投资者所承担的零散的费用，包括（就像我原来提到的）权益基金持有者费用的交纳”，得出“最可能的收益是6%”，又很冷静地认为，“如果这是错误的，我认为百分比低了和高了的可能性是一样的”。警告：巴菲特和伯格所赞同的事实并没有我们所知道的强有力的证据。但是，也许我们长期的经验，从一些智者对股市的现实预期的推理，可能会值得你将自己的想法考虑进去。

现在让我快速地将眼光转向债券市场。（顺便说一下，我也相信在债市中通过全债市指数基金来拥有整个债市要大大胜过寻找一支优异的债券基金。拥有大多数（并非全部）债券基金的费用也是不可想象的。）最后我要和你说的是11年前，10年前美国国库券的利率是8%，通货膨胀率是4.75%，实际收益率是3.25%。现在，可比债券的收益率是6%，目前的通货膨胀率是2%左右，实际收益率是4%。债券确实是不错的投资选择——虽然不像股票那样好——当我和你那样说的时候，它们可能会表现出比现在还要好的投资机会。

为什么？因为自从1988年我向你谈起以来，潜在的股票收益和潜在的债券收益之间的关系已经发生了很大变化。然后，股票的收益（12倍的价格—收益比率下降了）约为8.4%，稍高于10年前国库券8%的收益率。现在，股票的收益率是3.4%，仅为目前国库券收益率6%的55%。这也正是美国联邦储备委员会主席格林斯潘对股市所担忧的——虽然他所想的根本不对。但是，股市的风险高于债券，这也是我们今天更应该谨慎，不能盲目乐观的原因所在。

在我1988年所作的演讲中，是带着一种悲观的情绪的，我让你们注意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"股市的巨大矛盾：当股价很高时（像现在那样），每个人都想加入其中；相反当股价走低时（它们将要出现的趋势），又很难脱手。"就像我曾经呼吁你不要悲观那样，现在我也呼吁你不要盲目乐观。最好的策略就是保持股票和债券合理的平衡，适合你自己情况的那种平衡，最好是无论金融市场发生什么不确定和意想不到的事情都坚持到底。塞万提斯再一次指出：**"预先警觉就是预先准备。"**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章
在置信区间内的风险和风险控制（否则风险会加大吗?）

新英格兰养老基金顾问客户会议
波士顿，马萨诸塞
2000 年 4 月 6 日

对于我来说，在今天我们所面对的这个非同一般的、剧烈波动的市场中，很难再找出比“风险和风险控制”能更恰当地形容“未来议程”的词语（这是一个永恒的主题）。当然，“回报率”是过去 18 年中重要的词语，也是过去 6 年中最特别的词语，在过去的 6 年中股票市场经历了最长和最强的牛市市场，它使每一个人都精神焕发。即使是在黎明前最黑暗的时候，这段时期也是最明亮的时期。当收益率达到最高点时，风险也是最大的。

风险将永远伴随着我们。在 20 世纪罗马开启文明时代时，现代资本主义、金融市场和投机的特征就已开始显现了。实际上，“投机者”一词——是指寻求麻烦的人——就来自于古罗马。正如加图自己告诉我们的一样：

在人类中一定有很多愚蠢的人，对于同样的陷阱他们会被骗 1 000 次。虽然他们也会记住这种不幸，企图诉诸法律解决问题，但是没有结果，而其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人就不会这样。

尽管我们不能确定现在的股票市场是否与套住人们 1 000 次的陷阱相同，但是投资者都不会忘记这个。我认为人们不是由于愚蠢而一定会被那样的陷阱套住，但是这种情况有可能发生。那些忽视当今市场不正常现象——就是存在泡沫——的专业投资者们是放弃了他们的受托责任，丧失了为他们的客户管理资产的能力。

投资的四个关键要素：收益、风险、时间和成本

这种责任将如何评价呢？我们知道，对于为市场设定的几个假定中，有一个因素是我们不能控制的，那就是投资收益。在未来的一个较短时期内，股票市场的收益是完全不可预测的——除非我们能在 25 年前比现在对市场的了解还要多，所以股票市场的长期投资收益也是不可预测的。但是我们能控制其他 3 个投资的基本决定因素：风险、时间和成本，而且我们还要密切关注它们（见图 4-1）。

	控制能力	
	能	不能
风险	✔	
时间	✔	
成本	✔	
收益		✔

图 4-1　投资的四个关键要素

风险和风险控制是我今天演讲的主题，首先用简短的几句话说明时间和成本在投资中的作用。我们可以通过两种方式控制时间：第一，关注个人投资者或是企业投资者通过多长时间能够积累一定的投资资产的增值，直到他们能获得一定的投资收益或者他们的资产全部损失，这在退休时通过资产负债表就能反映出来。我们能够控制的是我们退休前还有多少工作年限，我们必须更好地利用这段时间来投资。第二，我们能够控制每一个增持股票的时间点。我们有自己的思想，我们有权利选择我们是作为长期投资者还是短期投资者。目前基金业每年的换手率达到 90%，说明它是短期投资行为。但是我会选择长期投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:[redacted]

而且，我们还不要忘记，我们还能控制成本。今天在我的评论当中，我没有将重点放在投资成本中，现在场内汇集了众多的货币经理人、客户和咨询顾问，他们都会尽力将投资成本控制到最低。然而，在我已工作了半个世纪之久的基金业，“钱却不是目标”。但如果股东的货币资产不是最终目标，那么共同基金的管理成本就完全失控了。在过去的15年中，共同基金的管理费和运营费用、销售费用和交易成本、机会成本、还有税收成本——都聚集在一起，反之也构成了过高的换手率——几乎达到6个百分点，是股票市场投资收益率18%的1/3。（这个数字要花费一个著名的货币基金经理人15年的时间来达到。）仅仅在过去一年中，所有的基金成本达到了大约1 200亿美元，这是一个惊人的数字！

投资收益：我们无法控制

我们最不能控制的就是投资收益了。金融市场的长期投资收益是很少预期的，我们既不能预测何时股票市场会增值，也不能预期何时会贬值。这个市场是有名的套利市场，是协调过去的表现和未来预期之间的套利。问题就是未来预期和未来的现实有不符之处。有时希望控制局面，有时又有贪欲，有时又会感到恐惧，这没有一个新的范例，希望、贪婪和恐惧就构成了市场的永恒。

传统的市场智慧被我们称之为“有效市场理论”而包裹起来，有效市场理论认为既然金融市场囊括了所有投资者的所有智慧，它就一定是有效的，永远都是最完美的定价。但是我不明白，没有人对我解释过为什么在1987年8月31日、1973年1月2日、1929年9月8日市场都被最好地定价，但是还会发生如此巨大的市场价值狂跌，跌幅从35%达到85%。

在现在这个统计很完善的时代中，我们能够看到美国股票市场和债券市场两个实际的年度收益率。我们很快就能看出股票市场每年的收益比债券市场高出60%。但是如果是5年前，股票市场就比债券市场收益高出73%，10年前股票市场比债券市场高出82%，如果是25年前就能高出99%，接近于零风险了。

因为我们不能确定年度收益何时才能获得，所以所有的资料都是在一段时间内有效的，会有一定的误导。所以我们要把这些数据调整一下，就像是把很稀的汤搅拌在一起过滤后变成浓浓的汤。（或者是一锅混合的汤，生来就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对它有所有权?）乍一看这一种方法很有效果，但是也有很多误差存在，所以不要忘记这种方法是根据随机抽样方法得来的。

所有的这些统计方法都很让我们困惑，为什么呢？因为未来不仅是我们不知道的，而且也是不可知的。但是在现代资产组合理论的指导下，用计算机整理数据更容易了，当前（至少美国）的政治局势比较稳定，经济也在蓬勃发展，投资者对未来股票市场很有信心。如果你不了解股票市场的各种分类，那我送你一个目录警示：股票市场不是一个精算的图表。

我还要加一句，每个人都认为，至少很含蓄地认为，股票市场是可以精算的图表，过去就是对未来的预言，股票经过一段时期以后总是能在低风险的情况下比债券产生更高的收益——股票的定价一定能反映出这种确定性。但在这个意义上，这种确定性就变成了股票市场能够产生较低的收益而且风险很高。人们还是要怀疑这样一个精准的市场是否能得到所有投资顾问、经济学家们或者个人和机构投资者的认可。预先得到警告就能预先准备好！

当今市场中的风险

为了控制风险我们已经作了很多努力，当今股票市场的风险是最高的了，但用传统的股票评估的方法如何才能解释清楚这些风险呢？回顾股票市场 70 年的历程，当股票的分红收益率低于 3%或者市盈率超过 20 倍时，或者美国股票市场总值达到美国国民生产总值 80%时，市场就会达到一个高潮。但是今天，分红率已经下降到 1%了，还是有很大的风险。而且，股票的价格也达到了去年收益的 32 倍，今年的 GDP 总值为 94 000 亿美元，股票市场总值达到 170 000 亿美元，这个比率已经接近 200%。（一定要耐心）但是很明显，如果过去的数据能说明问题，那么在现在这样长期牛市下早已经没有什么风险了。

我们在谈论股票市场时必须明确有没有两个真实存在的股票市场，一个是纽约证交所，是偏小的市场；另一个是纳斯达克市场，两个股票市场的关系也是随机波动的。1977 年纳斯达克市场的价值只有总市值的 10%，到 1995 年就上升到 26%，1999 年上升到 53%，2000 年 3 月中旬已达到 73%（见图 4-2）。自从 1999 年开始，股票市场的资本就一直保持在 90 000 亿美元，而纳斯达克市场的资本从 25 000 亿美元上升到 68 000 亿美元，增幅达到 172%。（注：自从 3 月中旬以来，纳斯达克市场的价值已下跌到 56 000 亿美元，减少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 12 000 亿美元，现在占整个股票市值的 62%。）

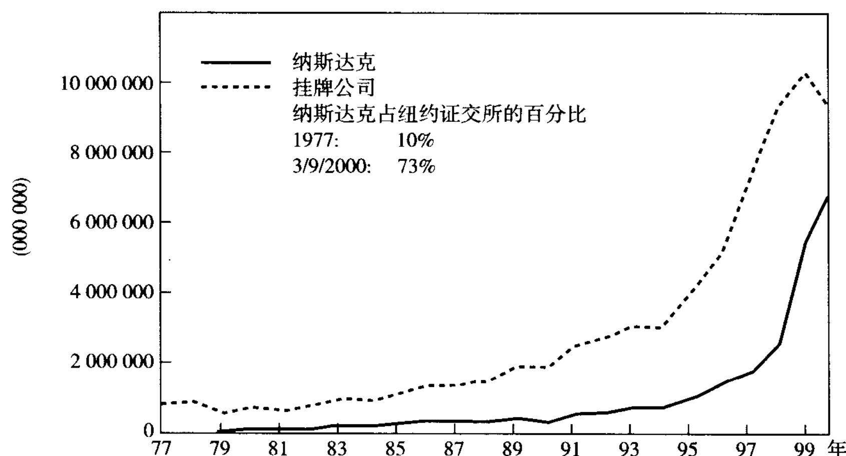


图 4-2　市值：纽约证券交易所/挂牌市场与纳斯达克证券交易所

旧经济，新经济?

通过比较一直停滞不前的所谓的旧经济股票市场和快速发展的新经济股票市场，我们能发现两个不同市场的本质。在最近的一个二分式研究中，伯恩斯坦研究把股票市场分为两类：一个是新市场，包括高科技、通讯和互联网商业；一个是旧市场，包括其他商业。[①] 他们的分析指出：从 2000 年开始旧经济的价值为 106 000 亿美元，新经济的价值为 67 000 亿美元，分别构成了纽约证交所和纳斯达克市场的市值，尽管每一项相同的股票价格并不是特别精确。

每一种经济模式过去的收益增长都是一样的，美国经济自从 1995 年以来保持了持续的快速增长，新经济的收益每年以 8%的速度增长，和旧经济时代 7%的年均增长率相比，在这段时期内新经济时代公司利润以 16%的速度快速增长。但是，尽管两者有相似之处，市场的价值更多的是依据对未来盈利的预期，而不是过去的盈利，认为新经济时代股票价值为 2000 年盈利的 101.6 倍，而旧经济时代只有 25.6 倍（见表 4-1）。是的，股票市场是一个完美的套利机制，但是如果股票定价不是以长远的未来为基础进行贴现，而是以现在为基础，那就要小心了!

① 伯恩斯坦定律策略监督，2000 年 1 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-1 新经济与旧经济的对比[①]

	年度末	
	1995	1999
资本化		
新经济	$ 1.1T	$ 6.7T
旧经济	$ 5.5T	$ 10.6T
比例	20%	64%
报告收益		
新经济	$ 49B	$ 412B
旧经济	$ 314B	$ 412B
比例	16%	16%
市盈率		
新经济	23	102
旧经济	17	26
比例	1.3%	4.0%

① 出自：桑福德伯恩斯坦有限公司。

终极检验：未来现金流

为什么要让大家警惕呢？因为今天金融课堂上教你们的理论是不正确的，但它却是永久的。投资收益迟早是要以未来现金流为基础测算的。任何股票市场的目的都是为股票提供流动性，使未来现金流的预期能得以实现，使投资者在未来某一时间的现金流能够在现在变现。现在股市的市盈率已超过 100 倍，投资者认为未来新经济时代的现金流是巨大的。但这些现金流究竟能有多大呢？我们假定投资者现在拥有 67 000 亿美元的资产，未来 10 年新经济时代中这些资产能获得税后 15%的收益。这就将近 1 000 亿美元了，这是多么大的一笔资产啊！而且还要特别考虑到这些股票去年仅获得 660 亿美元的收益。但是我们在座的各位又有谁能确定在新经济时代这些资产不会以 31%的速度增长呢？

巴菲特的分析

我不相信那些乐观的预期都会实现，但也不要把我的话当作真理。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

我们使用巴菲特评估公司价值的方法，我们至少也可以使用相同的方法来评估每个股票的盈利能力。巴菲特先生告诉我们公司的税后利润一般略低于整个国民生产总值的6%，还告诉我们长期看更高的收益预期是不能实现的。如果我们假定整个国民经济名义增长率为6%，2010年的国民生产总值将达到165 000亿美元。如果在旧经济时代税后利润以这种速度增长，国民生产总值只能从4 120亿美元增长到7 400亿美元，而在新经济时代公司的税后利润就能从9 800亿美元增长到17 000亿美元。这样，公司利润就能超过整个国民生产总值的10%，这个数字高于历史上的任何纪录，接近从前增长率5.5%的两倍了，这种巨大的收益也代表了投资者对未来盈利的预期。这些预期能反映在市场定价上，而且只能在定价时贴现一次。换言之，除非这种预期真的能够实现，否则现在市场的风险是非常之高的。

这些在历史上就已表现出来的很高的金融资产比率和这些严谨的分析并不只是反映了我个人的观点。另一种纯数学的市场分析方法是以经济会如此持续发展为假设前提，但这种方法似乎否定了我的观点。杰里米·希格尔（Jeremy Siegel）教授最近作了一个分析（他是“长期股票市场”一文的作者，也是我们作金融资产长期分析的所有资料来源），分析表明现在9个大公司的资产定价已达到1999年盈利的100倍。希格尔教授认为这些公司的利润今后10年内将以每年33%的速度增长，这个数字甚至高于我的假设。即使如此，投资者要想获得15%的投资收益率，在第5年时他们必须以公司盈利95倍的价格将股票售出，第10年时以盈利46.5倍的价格售出。他根据对近50年金融市场的分析，作出论文“以高于50倍市盈率的价格售出的股票在下个世纪前25年内能够与标准普尔500指数相媲美”，并得出结论“高科技股票是一个巨大的赌注”（见表4-2）。

表4-2 大盘科技股是稳赢的吗?

（9支大型科技股票与标准普尔500指数）

	科技股票均值	标准普尔500
1999年市盈率	257x	35x
每股收益增长率	33.0%	12.5%
2005年市盈率①	95x	30x
2010年市盈率①	46x	27x

① 要求的市盈率假定高科技股票收益率为15%，标准普尔500指数基金的收益率为10%。

资料来源：杰里米·希格尔教授。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一个在 20 世纪 60 年代中期就已在金融市场上从事基金管理工作的 Go—Go 时代的老将，我发现当今的高科技驱动的股票市场和从前有很多不寻常的相似之处。1963～1968 年间，Go—Go 基金凭借其良好的经营业绩创造了比其他共同基金更多的现金流。5 支主要基金的总收益率超过了 344%，这几乎是标准普尔 500 指数基金 99%收益率的 3.5 倍，它们的资产翻了 17 倍，从 2 亿美元增长到 34 亿美元。但是惩罚也很快就来了，在 1974 年他们遭受了收益率为－45%的重创，而这段时间内标准普尔 500 指数基金的收益仅仅只有－19%。Go—Go 基金再也没有繁荣起来，只有很少的几个幸存了下来。

当今的技术型基金和 Go—Go 时代的基金有很多相似之处，当今的 5 支比较成功的基金在过去 3 年内平均收益率为 403%，这是标准普尔 500 指数基金 92%收益率的 4 倍，这些资产价值几乎增长了 7 倍，从 56 亿美元增长到 400 亿美元。另一个不寻常的相似之处就是这两组基金的收益记录都值得怀疑，在 Go—Go 基金时代，它被称为“字母股票”，因为从公司内部以低折扣购入这些及今后很快就能达到全额价值，投资回报增长很快，所以假定是这些基金较高的首发价格使科技股基金收益快速膨胀也是有道理的，如果看不到这一点，而把这些高收益看成是对未来的预期就是很愚蠢的思想。就像是 35 年前 Go—Go 时代的基金证实的另一个非同寻常的广泛的错觉一样，现在世纪之交的科技股基金的繁荣也为人们疯狂的行为提供了一个机会（见表 4-3）。

表 4-3　Go—Go 时代和技术爆炸时代收益率的对比

5 支 Go—Go 时代的大型基金		5 支技术爆炸时代的大型基金	
1963～1968 年		1997～2000 年	
基金收益	344%	基金收益	403%
标准普尔收益	99%	标准普尔收益	92%
比例	3.4x	比例	4.3x
1963 年的资产	$ 200M	1997 年资产	$ 5.6B
1968 年的资产	3.4B	2000 年资产	40B
增长	17x	增长	7x
1969～1974 年		2000～2005 年	
基金收益	－45%	基金收益	?
标准普尔收益	－19%	标准普尔收益	?
比例	2.4x	比例	?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我关心的另一个问题就是目前投资者的投机程度太高，一个最好的测量方法就是：投资者对可以像个股一样交易的市场指数基金的痴迷程度，就像是蜘蛛和网（非常可爱，只是一个有趣的游戏，或者看起来是这样的），Qubes 和 iShares。25 年以前，当我开始管理第一个共同指数基金时我把它看成是长期投资的基础——是分散化投资，低成本的买入和持有，还可以避税，而这个基金的收益也是惊人的可观。可笑的是，这些新型的指数基金更多地用于短期投机，我不能想象这种投机行为会给投资者带来怎样的收益。现在买卖标准普尔指数基金的投资者年均换手率达到 2 000%，纳斯达克市场的换手率几乎达到 13 000%，各自平均持有期只有 18 天和 2.8 天。这些组合的交易数量几乎让人惊讶，每年几乎有 15 000 亿股票在交易着，在 2000 年 4 月 4 日股票是市场达到最高潮时，这两个交易所的总交易量达到 100 亿美元，都在欢呼新千年的到来!

所以，现在要清醒一下：我认为现在的股票市场也很有可能会遭遇一个特大的下跌，事实上，在我 10 天前写这篇演讲稿时我就已经很相信这一点了。从米尔顿·弗里德曼到罗伯特·希勒（新出版的《非理性繁荣》的作者），从“纽约人”的约翰·凯希迪，史帝芬·路佛，杰瑞米·格兰瑟姆，杰里米·希格尔，朱里安·罗伯森，加利·布林森（他的错误使他丢掉了工作）到艾伦·格林斯潘（他还没有犯过什么错）。十年后看今天的股票市场将又是一个“普遍的非常幻觉和人们疯狂行为”的篇章。

控制风险

我们托管别人的资产就要承担责任，不仅要考虑股票市场的风险，还要对风险暴露进行有效控制。我们这里讨论 3 种控制风险的方法：①忽视权益风险；②在权益市场上分散投资以降低投资风险；③通过减少权益敞口头寸降低风险。

第一种方法就是忽视权益风险，但这句话并不像它看起来那么简单，实际上，如果资产组合既要满足客户的时间要求，又要满足其收益要求（股利收益和利息收益，不是资本利得），那么持有资产不动是最好的方法。这个方法隐含的假定基金管理人员已经将风险控制在投资账户中，在牛市的权益资产比率不断提高时，逐渐减少投资资产而确保退休后有稳定的年收入，这样同时也减少了风险暴露。例如，1982 年中期开始股市逐步上扬，当时 60%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权益资产现在就能上升到85%。（毋庸置疑，只要持有资产不动收益就会增加，这就是最好的投资策略，而像跑马那样的赌博性投资只是传统的投机性策略。）

忽视资产风险是假定客户或客户委托投资委员会既有一定的金融资产，又有稳定的良好的投资心态，能持有资产，按兵不动。但是在股市整体价值下降50%（1973～1974年）或下降35%（1987年）时，即使人们有良好的心态想要继续持有这些资产也不可能，还是要减少资产，这个时候惊惶并不是明智之举，投资者一惊慌就会扰乱心态，这种心境下的投资举动最终往往会损害自己的利益。消极的心态会使自己常年积累起来的资产毁于一旦，因此还要继续持有资产，聪明的投资者会想到两个有顺序的决定：不仅要卖出还要知道何时买进，但是能做到这一点并不容易。

对我而言，此时持有资产就意味着拥有更多种类的股市资产：包括成长型股票和价值型股票，大规模股票和小规模股票，旧经济时代股票和新经济时代股票，纽约证交所股票和纳斯达克市场股票。在过去的5年内，只要持有这些资产就能获得升值的收益（标准普尔指数基金增长304%，价值型指数基金增长157%）。如果收益逐步回归到长期市场平均收益，说明现在的股票价值正处于高峰时期，这是个危险时段，风险最高。所以我认为最好的长期投资策略就是分散化投资。通过购入完全市场指数基金，使投资的资产最大程度地分散化，我就实现了这个目标。但如果你认为股市就是投机，就是赌博，我只能祝你好运了！

忽视资产风险还假定美国股市的投资经济前景在今后几年内保持良好的增长势头，我认为这也是必然的。我们国家经济目前在强有力地增长，技术不断获得突破性进展，全球经济一体化发展，劳动力在全球自由流动，生产力不断提高，这些都是未来经济利好的表现。但有一点是不确定的。10年前，上述的这五个利好因素为日本经济下了一个定义（还记得不落的太阳吗?），但在10年后日本经济只剩下先前的影子了，东京股市也变成了长期的熊市市场，（日经指数从1989年的40 000点下降到1998年的13 000点，现在大概是20 000点。如果美国股市经历这样的波动，投资者还会继续持有那么多的金融资产吗?）所以，我们永远不要忘记“这是可能发生的”，虽然现在还能看到10年的繁荣，但是这10年中什么都可能发生。

第二种控制风险的方法就是将传统的专注于投资美国股市资产的范围扩大，再投资一些和美国股市负相关程度较大的国家的金融资产，主要是大规模的股票资产。我要强调一下这种“负相关程度大”：大型股票和小型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：[redacted]

股票，成长型股票和价值型股票都是负相关的，而且我认为它们今后还是负相关的。这就带来我们的“现代资产组合理论”（MPT）。现代资产组合理论的核心原理就是分散化组合投资：资产投资的分散化程度越高，风险就越低。在理想的资产组合中（完全市场指数基金），所有的特定的证券风险都被分散掉了。

经典的分散化投资的例子就是增持美国以外的其他国家的资产组合。如果能接受用标准差来测量投资风险，就很清楚为什么持有外国资产能降低风险了。问题就在于用标准差策略投资风险是否合适？也不能确定使用风险调整的收益作为测量投资成功的标准是否可行？毕竟这样过于简化投资了，计算风险调整收益的夏普比率等于在超额风险百分比除以差额收益百分比。但是有一点必须明确，长期投资收益的超额百分点是无价的，而短期标准差的超额风险百分点也是没有意义的。所以用无意义的数字除以无价的东西能达到测量投资成功与否的目的吗？这个问题我留给你们来回答，尽管我很赞成夏普比率是一个测量收益和风险的很有效的学术方法。

“有效边界”

如果要想将资产国际分散化投资，我很快就想到金融学术界很著名的“有效边界”理论。最根本的分散化投资就是在全世界分散化投资，当前美国资产占全球的比率为50%，欧洲占25%，日本和太平洋地区占15%，新兴市场国家占10%。但是10年前，日本和太平洋地区占50%，美国占30%，欧洲占15%，新兴市场占5%。我不确定美国投资者是否持有70%的外国资产，甚至50%可能都不到。

大多数学术界企图将全部市场进行分析，使用尖端复杂的分析方法建立全球资产组合架构，这种分析就包括有效边界的计算，有效边界决定美国资产和外国资产组合分配的精确程度，其目标是建立一个具有最低风险、最高收益的组合边界。我对这个方法有些怀疑，因为有效边界的确定完全是基于过去的收益和过去的风险的。虽然这种偏见不可避免——因为历史数据是我们仅有的分析资料——但过去的股票资产组合的收益相关性和风险波动相关性很难作为判断未来的依据，甚至会起到反作用（见图4-3和图4-4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

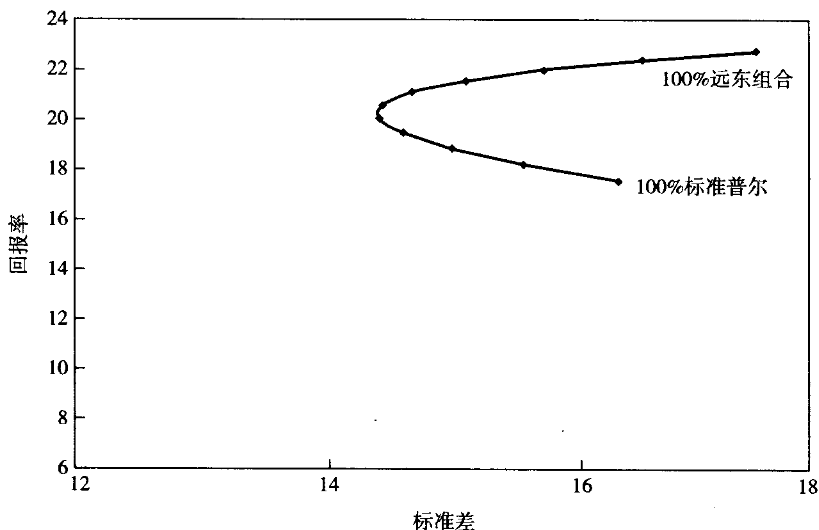


图 4-3　有效边界，标准普尔 500 与远东组合的对比（10 年期 12/31/89）

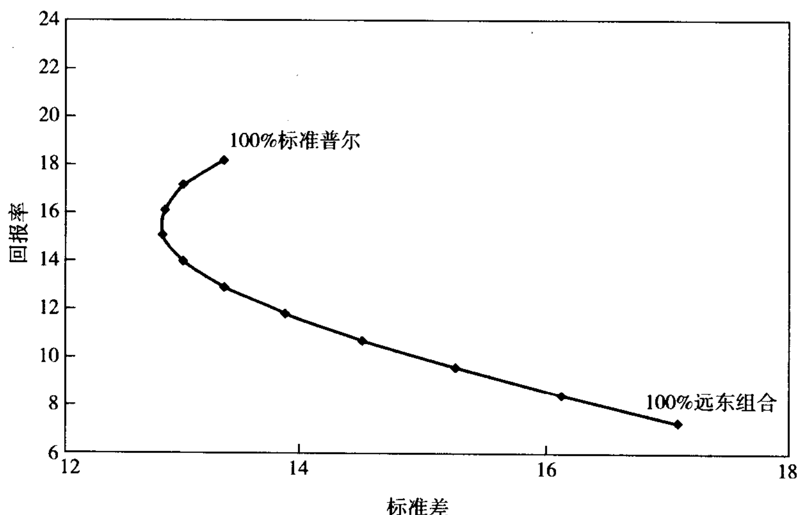


图 4-4　有效边界，标准普尔 500 股票指数与远东投资组合的对比（10 年期 12/31/99）

考虑一下全球的有效边界是怎样随着时间的推移而变动的。10 年前，最高的投资收益率（+23%）来自于欧洲、澳大利亚和远东的资产组合，最低的来自美国（+17%）。但在接下来的 10 年中，局势完全逆转过来，美国最高（+18%），其他地区更低（+7%）。完全依赖历史数据是错误的，因为市场的波动会带来很大的额外风险，这个风险很特殊，没人能够明确说明它。以后外国股票市场和美国股票市场不相关的理念也值得怀疑了。在过去 20 年（1972～1992 年）中，这种相关程度很低（大约只有 0.2），但现在已经达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:[redacted]

了0.6。这也就是说，随着全球经济一体化程度的加强，这种相关程度有可能会上升到0.7，甚至0.8或更多。所以，对待历史数据要有所鉴别，不能过分依赖，也不能完全忽视。

进一步来说，即使非常小的风险变动都会使最优的资产组合和稍差一点的资产组合有所区别。例如，在1979～1989年的10年中，比较30/70的资产组合标准差比率与80/20的资产组合标准差比率（可能是最有效的组合），最低的风险组合标准差（美国与外国资产的持有比率为60/40）是14.4%。反过来，在1989～1999年的10年中，完全持有美国资产的组合标准差是13.4%，还有持有一半美国资产的组合，将这两种组合相比，最低的风险组合标准差是12.8%（美国资产和外国资产的比率为70/30）。这些波动性的细微差别虽然非常小，但在计算月收益标准差时就不能使用这种复杂的方法了，因为假定这种标准差就是风险的代表。最后，即使美国资产和外国资产的长期相关性很高，在股市急剧下跌和长期熊市中，风险也不可能减少。用布鲁诺·索尔尼克教授的话来讲："当我们最需要分散化投资时，它却达不到我们想要的目标。"鉴于此种分析方法的各种弱点，用这种分析方法来分析股市似乎有些武断。

是"黄金投资"还是"可选投资"?

如果通过增持与美国股市相关度较低的外国金融资产真能降低风险（确切地说，是降低标准差），那么，这就是黄金投资组合吗？我可能是这10年以来第一个把这种有效分散的资产组合称为黄金资产组合的人，确信这就是最好的投资组合（像詹姆斯·格兰特等其他人只将投资机会称为黄金投资，而我却不这么认为）。黄金股票和美国市场的相关度大约在0.05，这无疑是个很小的数字。几十年前，黄金是被分散投资的有效选择方式，就如同近几年的外国股票一样。但最近大家都认为，投资黄金的风险很高。所以我重点强调一下有效分散投资资产，如果仅为分散投资而投资不同资产那是没有意义的。而且，我们必须考虑，标准差和风险之间存在一定的误差，要考虑减少短期风险时长期收益还有多少。

今天，我想多说一些分散投资，特别是近几年比较流行的、已得到大家公认的国立大学捐赠基金的投资策略。然后再说说可选投资，包括对冲基金、风险资本、私有资本和房地产等，这些基金和股票的相关度都比较低，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

捐赠基金（大量持有外国股票）持有很多“可选投资资产”，但这也不能说明这种分散性投资就比传统的股票债比为 65/35 的资产组合增加了投资收益。

而且，许多“可选投资资产”的风险比美国股市的风险还要高，如新成立企业的商业经营风险、房地产的经营风险、对冲基金的杠杆风险等。新兴市场的股票也承担更大的风险，如经济风险；许多国家还存在政治风险，这些国家的市场就存在汇率风险。如果这些可选资产的风险过高，你们就要考虑如何减少这些短期风险。在分析中，不能完全依赖历史数据，还要依赖我们的聪明才智。

到目前为止，我已经向你们阐述了两种控制风险的方法：①投资正确的资产组合，进行长期投资；②通过持有不同国家的金融资产，分散投资风险。但如果你不能忽视资产风险，或你们的客户不愿意这样，或者你们客户资产组合的权重分配还不完善，你该怎么办呢？为了降低资产组合的风险而实行分散化投资策略，如果分散投资的资产风险反而更高该怎么处理呢？这时的主题思想是：通过减少风险暴露资产而减少风险。

我总结出的一个最有效的控制风险的方法，就是控制风险暴露资产。美国的风险大师彼得·伯恩斯坦说：“风险就是一种神秘，它是未知的，如果一切都可知，那就没有风险了。”他还引用帕斯卡的话说：“我们的将来会怎样？没人知道。”简而言之，我们就是不知道以后事情发生的概率，即使是非常精确的图表也不能告诉我们未来事情发生的可能性。他又指出：“结果是未知的，但我们可以对已经发生的结果进行一定的控制，这就是风险管理。”换言之，我们选择减少资产组合时必须根据错误投资组合的结果而不是依靠正确投资组合的概率而进行。

我不知道投资专家们都是怎样定义风险管理的，就像杰瑞米·格兰瑟姆最近指出的那样：“如果货币从业余投资者手中转移到专业投资者手中，基础风险的概念就替代掉了实际风险的概念。所以我们拥有了第 11 个投资管理方法：“不要变换投资风格。”投资基金管理人很少变换他们的投资风格，判断资产形式不会占据他们太多时间。所以，风险控制逐步回归到均值，但这不是控制客户的资本风险，而是控制管理者的职业风险。

“变换投资风格”说明成长基金管理人不会购买价值型股票，小型基金管理人也不会购买大盘基金，如果投资时间较长，风险波动较小，保持投资风格不变不会降低组合投资的收益。（但是，对于美国股票市场“风格”我会坚持自己的意愿投资。）但当投资风格变换逐渐接近大众化时，就如格兰瑟姆所说：“权益资产管理人不能购买债券。”这在资本体系形成过程中就有一个很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的弊端。分散化投资的资产如债券、国库券、A 级或者更高级的低风险企业债券都是投资者降低风险的有效方法。

债券是一种重要的资产类别，就像我在“共同基金常识”中引用的，“风险不是短期波动性，而是长时期投资者能忽视的东西。而且，由于股票事先的收益不确定，只能实现一个预期收益，所以，风险就是股票长期投资发生损失的可能性。”换言之，风险就是资产组合不能为个人或机构投资者提供充分的现金流以维持其未来必要的支出。简言之就是，当投资者需要的钱最多时，损失的也越多。

没人知道未来 10 年中债券收益高还是股票收益高，但我们可以确定：债券会带来更多的收入。我并不想成为保守的人，但收入仍很重要，不考虑债券质量，债券目前的收益率可达到 7.5%，100 万美元的资产可以产生 75 000 美元的收入。整个股票市场组合的收益率大约为 1%，略高于 10 000 美元。即使股利以每年 6%的速度增长，直到 2036 年才有 75 000 美元，直到 2057 年累计股利才和累计债券利息相等。最近大家经常提高资本，却忽视了收入。而且固定收入的投资资产不仅是控制风险的有效方法，也是增加收入的良好方式。如果只把收益寄托在股票上，那这种做法的风险经常被忽视，而且认为债券的收益过低了。但是当事态越来越残酷时，债券、风险和收益这 3 个因素又重新被考虑在内了。

最后的思考

在置信区间内的风险和风险控制，我已经和你们讲了很长时间，为什么现在的股票风险如此之大、为什么最近股市的波动会如此的剧烈、经过这么多年之后，风险又重新产生了。前面我已经阐述了 3 种不同的处理风险的方法，包括忽视风险，减少短期波动性，在需要资本时提供必要的保护。但是，我不能给你们一个风险控制的详细公式，我将这种不足告诉保罗·萨缪尔森，他和我们说：“没有任何一个经济学家或教堂的神父能告诉你们最大的风险是多少。”

无论是华尔街的预言大师还是货币基金管理人，还是基金顾问，或是已经在这个充满神奇的商业世界中活跃了 50 年的专家们，都不能精确地测算出风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章
购买股票？绝对不行

购买股票是一种危险的游戏……事情看起来越来越糟……

市场蕴含的风险越来越大……小额投资者的数量逐渐减少……股票市场成为世界上最不被看好的投资场所。

美国个人投资者协会

费城篇

1988 年 9 月 27 日

今晚，我用了一个相当长的标题试图向大家描述这样一个场面：股市的信誉已经沦落到一个相当低的水平。本题目是来自于 1988 年 9 月 26 日《时代》杂志中一篇文章的标题，并将其中一部分整理而成。它指出，如果存在与投资理论相对立的事实，那么这样的投资机会更可能在今天存在。

《时代》杂志调查显示，并用图表指出，有计划立即购买股票的个人投资者已经从 1987 年 8 月市场高点时的 35％降至 1988 年 9 月的 3.7％。这篇文章是投资组合系列文章之一，旨在分析 1987 年 10 月 19 日股票市场崩溃后的投资环境。它指出投资者已对股票市场失去兴趣，并对其中的原因进行了分析。

当然，这种转变的例子很多，我最喜欢的莫过于近期 NBC 财经新闻节目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

“Before Hours”的取消。一年前，我和很多人一样，每天下午 5 点 45 分准时打开电视，收看东京闭市、伦敦开市的信息，或在看起来似乎无所不知的华尔街周刊报告上，获知几小时后纽约金融市场的行情。实际上，那场大崩溃几天后，我就被邀请到 NBC 纽约工作室“Before Hours”作访谈（我建议投资者不要惊慌，等待行情）。对我而言，见证这个节目的取消是非常痛苦的。现在它被一个有着数百万电视观众伴随着激情音乐的节目“Morning Stretch”所代替，节目里有 3 个年轻漂亮的穿着紧身衣的小姐。

投资者购买共同基金份额也明显不同于原来的水平。1987 年前 7 个月，投资者购买了 460 亿美元的权益共同基金（包含通货膨胀因素）。但 1988 年前 7 个月内（这时的股票更具有投资价值），基金购买总额下降至 160 亿美元，降幅达 65%。权益基金净现金流下降更快，已经由上一年前 7 个月 250 亿美元的流入降至当年度 35 亿美元的流出，降幅高达 115%。

这些数字仅仅是股市自相矛盾的一个缩写：当股价处于高位时，每个人都试图买入；相反，当股价下跌后，却好像更难卖出。很明显，股市大崩溃已导致一批理性投资者远离股票市场。“如果你不能承受厨房的炙热，那么就远离它”。我非常赞同这句古老的格言。在我看来，理性而有耐心的长期投资者应该继续等待行情的出现，就像我在去年 10 月股市大跌后在电视节目中提出的建议一样。

股市大跌及其影响

这部分内容可能有助于你理解这场股市大崩溃是如何发生的。两个星期后，我在温莎基金 1987 年 10 月 31 日结束的财年所作的年度报告中，对我们的投资者说过这样一段话：

投资者问，公平一点说，到底是什么导致股市大跌？我们想这其中应该包含 3 个因素：①股票价格与其潜在的收益及股利相比明显过高，尤其与大量新出现的可持有固定收益债券相比更为明显；②对经济前景预期不乐观，目前在减少联邦预算赤字方面和改善国际贸易赤字方面毫无进展，同时还伴有轻微的通货膨胀迹象；③前两个因素导致的下跌趋势被股指期货市场中的程序交易大大加剧了，股指期货市场中每天都发生大量以计算机驱动的交易，可提供“投资组合保险”，可能我们以前听过这种叫法。

现在，尽管多了近一年的观察，我对自己所作的分析仍然没有太大改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，目前这种状况已不复存在。组成标准普尔指数的普通股票价格在1987年8月达到其收益的23倍（这一水平一直被认为是资产价格的高点），目前其市盈率也达到11倍，股票市值相对上升了50%。（实际上，目前的市盈率还是低于14倍的长期平均水平。）

如果我们的联邦预算赤字状况还像一年前一样毫无改善的话，乐观的人会设想11月大选之后，立法者和新总统将会采取新的措施以保证财政安全。当然，贸易赤字正向着有实质性改善的方向迈进，美元也在国际金融市场上逐渐走强，致使经济减缓的一些早期迹象，例如通货膨胀压力实际上也比市场参与者的预期缓和得多。

投资组合保险是致使市场走势更加恶劣的主要因素，实际上它已让我们陷入混乱，而并不像很多人认为的那样，是股市的“万能药”。采用这种投资方式的资产总额已经从600亿美元降低至100亿美元，其潜在的负面影响也减少80%以上。深入思考过投资组合保险的人都会知道，当股价变化停止时，它就会失去作用。这个道理并不复杂或者新颖，在詹姆斯·格雷克所著的名为《混乱》一书中对此已有了详尽的阐述，这本书写于股市崩溃很久之前，利用相关科学原理解释了什么是他所谓的“诺亚效应”：

诺亚效应就是指中断：当某一数量开始发生变化时，它就会以相当快的速度改变。如果一支股票的价格从60美元跌到10美元，在此过程中要在某个时点以50美元的价格售出，那么这种股市策略是注定要失败的。

无论如何，我们已经看到以下3个方面都已明显好转，尽管一年前这些因素还深深困扰着我们：①市场价值；②经济前景；③对投资组合保险的参与情况。

股票价值与股票价格

在先锋基金1987年系列年度报告中曾用图表显示出1960年以来股票账面价格、股价和股利之间的关系。我们可以明显看出，虽然股价呈现出过渡性的、短暂的，甚至是剧烈的波动，但从长期来看最终是由这两个基本因素决定的：股票的账面价值和股利，而这二者从长期来看是以一个相当稳定的增长率在增长的。实际上，1960～1987年间，标准普尔400指数的股利增长了320%，重置账面价值增长了750%，价格上涨了370%。换一种说法，股利每年5.5%的平均增长率支撑了在近30年的时期内股票价格6%的年平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长率，股票账面价值8%的年平均增长率。所以本章的标题是引用了《时代》杂志的大标题不是“买股票，绝对不行”，并取自其相反的意思，而是“购买股票并继续持有”。

我那条建议的合理性已被股市的崩溃所证实。这场崩溃实质上是股市持续3个工作日的剧烈波动，或者公平一点说，是在8月25日到10月19日这8周时间里发生的。在那以前，股市一直都是有着不错的收益，当然这只是对那些幸运的或者有预见的，或者这二者兼而有之的明智的投资者来说的，股市给他们提供了一个能够抓住市场时机的机会（通过低价买入，高价卖出）！如果一个投资者从1987年开始持有股票，经过股市崩溃及其后期影响，一直持有到现在，其收益也是相当可观的。例如，标准普尔500指数在这19月中共取得了＋17%的收益率；先锋的旗舰温莎基金收益率更为可观，达到＋27%。所以，正如表5-1所表明的那样，去年夏天发生的那场令人不快的经历，是在股市发展良好的两个阶段的间歇中出现的。

表5-1 标准普尔500指数和蕰莎基金收益表，1987年1月～1988年9月

	1987年1～8月	1987年9～12月	1988年1～9月	1987年1月2～1988年9月
标准普尔500指数	＋39%	－24%	＋12%	＋17%
蕰莎基金	＋31%	—22%	＋26%	＋27%

刚才我提到了幸运并有预见性的投资者，但我知道没有任何投资者（也许会有少量的几个）会足够幸运，能在1987年8月的高点时清算他们手中的股票，并在那一年年末将它们买回。而且，投资者也不可能仅凭运气就拿他的未来收益作赌博。我不认识那么多未卜先知的投资者、市场的预知者或者那些无所不知的学者。他们匆匆地来又匆匆地走，留下种种奇怪的或者不被理解的建议，以下这段话摘自黑色星期一之后，华尔街期刊上刊登的对柏切特——《波浪理论》的作者的采访：

柏切特先生预期工业股票平均指数将在2 100点得到支撑。两小时后，上午12∶30，他告诉呼叫员“他认为今天指数可能会接近2 100点”。但是在14∶30，他又认为支撑点可能在1 700到1 800之间。在股市以1 738.74收盘后，他又预测下一个支撑点将会是1 500。

柏切特先生曾经预测工业股票平均指数将攀升至3 600点，上升1 988点。……现在开始说过去的行为“强调了一个新的牛市出现前有强大的伏笔。”原来的评论没有完全表达出他的意思。

不到两周前，柏切特先生说如果工业股票平均指数降至2 300点附近，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个很理想的买入点了。

当然，无论是1987年的柏切特，还是5年前的约瑟格·兰维尔，或者其他时期不那么知名的很多其他人，他们的建议通常不过是空洞的回音罢了。

权益投资风险

我可以肯定，只有极少的投资者会比我更熟知这里边的风险。也许今天还可以用“和平与繁荣”来描述这个世界，明天就会有问题出现。非洲的战火正在熄灭，阿富汗和中东的战火却随时可能重燃。近几年美国经济可能会面临衰退。这个自由世界中大工业化国家的相互依存度正不断增强。在过去10年中，我们的联邦政府、欠发达地区、美国公司、融资买入商品、消费等等所积累的债务越来越多，呈现出爆炸性增长的势头。即便如此，风险却无处不在，投资者有责任构建投资组合规避风险，减少各种不确定性。

因此，虽然普通股票的长期投资收益较多，并能有效防止通货膨胀，却可能带来巨大的中期，甚至是短期风险，这就要求在投资时采用合理的投资组合技巧。显然，每位投资者都应该有一笔重要的现金储备，可立即用来支付巨额的利润，以执行彻底的稳定性原则，或许更重要的是，在道·琼斯工业指数下跌25点、50点、100点，甚至更多时，有助于慌乱的投资者保持一种平静心态。我相信，在未来的几年内，这种下跌的趋势还会继续，就像过去几年那样，而现金储备有助于投资者避免恐慌，能够有效避免投资者在不利的价位上清算其持有的股票，因市场的恐惧和悲观心理存在，这时的价位并不合理。

债券投资

我不想忽略资产分类中的第三大资产类别。你可以持有股票，并保留一定的现金储备，但也应该购买债券。当然，我完全清楚近年来债券价格在短期内，甚至每天都有波动，这种波动是可比较的，也如同股市那样让人惊慌。但你可以忽略这些价格上的因素而只赚取债券的票面利息，以下4点是投资者购买债券的基本原因。

首先，利息是与其历史水平高度相关的。在对其进行精确的调整后（例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如对通货膨胀因素的调整），债券可以提供大约5.5%的实际收益率（高级效用债券的票面利率可达10.25%，目前的通货膨胀率不低于4.75%）。即使通货膨胀加剧后——事实上也许会这样的，长期债券的实际收益率也在3.5%左右，仍然十分吸引人。

其次，随着投资者持有期限的增加，债券的投资收益率比股票的投资收益率更趋于稳定。这是因为债券的长期收益100%来自于其利息收入，而股票的长期收益中仅有50%来自其股息收入。所以，现在一年期债券的票面利率达到10.25%，而股票仅有3.6%的预期股息率（根据标准普尔指数的近期收益率得出）。很明显，相对于股票的总收益率而言，债券的总收益率对价格变动的敏感性要小得多。

再次，保留一定的现金储备以后，购买债券所得的利息收入会有效缓解长期利率变化带来的不利影响。将10 000美元的原始资金投资于票面利率为10.25%的债券，15年后复合收益将达到44 800美元；相比之下，投资于收益率为7.25%（当然也可能不是这个数字）的现金储备，到期只能获得28 500美元的收益。所以，即使债券的投资价值会在期末出人意料地下跌35%（也可能达不到这个数值），但仍然能提供相同的收益。

最后，我们通常并不喜欢加息，但实际上这是一个好消息。因为债券的长期复合收益大半部分不是来自于其利息的固定支付和期末本金的偿付，而是来自于其复利（利息的利息）的再投资。实际上15年期利率为10.25%的债券其最终收益中只有15 400美元是来自于其本金的，其余的19 400美元全来自于复利。如果利息立即升至12.5%，终值将从原来的44 800美元升至52 300美元，升幅近20%。我必须指出，这个原则仅适用于长期投资者。总收益的收支平衡点将出现在债券总期限的中间（在这个例子中是第8年）。所以，利率变动的风险不会给债券长期投资者的收益带来影响。

（当然，这里我讲的是长期债券，风险厌恶者或更谨慎的投资者还应该考虑到短期债券，短期债券可能更稳定，提供的收益也高于现金储备。很多案例中都是混合持有长期债券和短期债券才是最适合的。）

适度平衡

现在我要提醒你，在投资时一定要形成投资组合，也就是按一定比例持有股票、债券及现金储备，现在你首先要做的就是确定怎样的平衡是最好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令人遗憾的是，这个答案总是“要看具体情况”。它在很大程度上取决于资产（负债）总量、风险的承受力、生活所需的收入和年龄。今晚我不能为你们每个人论述其中的每一个因素，但我可以建议：一个很好的起点可能是50%持有股票，30%持有债券，20%持有现金储备。对于那些年轻的已经拥有个人退休账户并参与了公司节俭计划的投资者，开始投资时的最佳选择可以将75%～80%投资于股票，大量减少债券和现金储备的持有量。对于一个65岁左右刚刚退休的投资者来说，投资组合中可以只有40%的股票，并适当地增加其他两种资产的持有量。

我知道以上这些例子都过于简单。例如，每类股票都蕴含着不同的投资特性；年轻的投资者可以通过持有股票来寻求更多的收益和更高的增长潜力，但也要接受可能出现的低收益和高风险；年长的投资者当然要求在较低的风险下，股票能有更高的收入和一个成长性的收入现金流。另外一个例子，前面我忽略了一些特定的资产种类，例如不动产和黄金等都被认为是辅助性的资产。第三个例子，当然我不会去衡量你的特性——包括忍耐力、独立性和决断力等，总的来说，就是无论在紧急和恶劣的情况下，你的身心都能承受住立即放弃当前财务计划所带来的压力。但我还是希望你能够了解有关平衡的简单方法，这在开始投资时会对你有所帮助。

收益、风险和成本

在这部分我要重点论述收益、风险以及如何平衡这二者之间的关系。这两个因素在任何投资计划中都是其核心因素。当然还有第三个关键因素就是成本。任何投资都有费用，而且费用会抵减收益，它也许是交易费用（例如经纪人的回扣或销售佣金）；也许是咨询费，也许是投资过程中发生的其他行政支出，例如保管费和服务费。通常要包括以上所有的费用。有时它们不会在账面上显示，但作为共同基金投资程序的一种主要方法，费用是可以计量的。

如果要彻底规避某种债券的特定风险，那就必须通过多样化的投资方式来分散风险才能做到，这是在经济学入门中就知道的道理。所以我确信所有的投资者都应该将投资广泛地分散在这三种资产中。而且我知道达到分散化这个目标最好的办法莫过于投资共同基金，这是拥有多种股票、债券及多家银行的不同种类存款的最有效途径。假如40年前我在普林斯顿大学将共同基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金作为我的经济学主修专业，并且一直在这个领域工作至今，共同基金综合指数的研究长达20余年。那么你也许就不会这么吃惊，今晚我会在这里提倡投资共同基金，并把它作为收益资本化、投资风险最小化的最佳方式。

所以我是饶有兴趣的和你讨论投资计划的成本问题的。在我的判断中，这个行业已经忽略了成本因素。实际上，为了吸引更多投资者投资，更好地提高共同基金股东的收益，各种促销活动日趋激烈，已推动共同基金成本大幅上涨，远远超出了大家的想象和逻辑。20世纪80年代那场最激烈的共同基金价格战将又推动其销售成本和咨询费进一步增长（大多是通过现在普遍收取的12b—1费来实现的）。这场价格战看起来很荒谬，因为经济学原理告诉我们，价格战总是刺激消费者支付的价格下降，而不是上升。

但是在这一行业中，竞争刺激了销售，并不是拉动了需求。1982年中期～1987年中期，股市和债券出现了为期5年的强牛市（这时多样化的投资带来了丰厚的利润），市场持续平稳的扩张过程中，大量高成本的销售行为成为吸引投资者资产的最佳方式。这就意味着在购买收费基金时要支付大量的佣金给股票经纪人（这部分常常是隐藏的），或者在购买免费基金时要支付大量广告活动的相关费用（这常常是被误导的）。当然，无论哪种情况发生，最终都是基金持有者买单。

共同基金的高额成本

先锋基金是完全免费销售的，不收取任何前期销售佣金，或递延销售佣金、12b—1销售费用。这和我们的竞争者是完全不同的，他们要收取全部或部分费用，或者递延费用。我将减少在费用方面的论述，以把更多的精力放在营运费率上（全部费用在资金资产中的比率，包括咨询费、12b—1费、管理费用等）。现在这些费用还在上升。根据《福布斯》杂志所载，一般权益基金的费用率已经从1982的1.16%上升至1987年的1.49%，5年里增幅近30%。甚至非常容易管理的固定收益基金的营运费用率也在增加，其中债券基金达到了1.04%，货币市场基金达到了0.71%，国际股票或债券基金这两种新型的基金形式的营运费用率则更高，分别达到了1.79%和1.52%。现在这种增长趋势已得到遏制，因为基金管理人并不愿再继续增加现有基金持有者的费用。他们创造了新的基金形式（和他们的先辈一样），费用一度被认为超过了标准。如果我们观察一下近几年新创建的基金，就会发现其费用率可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会达2%，甚至更高。

一个明智的投资者为什么情愿支付这种费用呢？应该有以下3种可能性：第一，他期待超额的支出能换来更高的回报；第二，他希望自己对信息能有更充分的了解；第三，他对费用信息的了解并不全面。现在，成本披露方面正在建立一种新秩序。以前，重要的成本信息只分散在基金说明书当中，常常是隐含的或者被忽略掉了。现在，证券交易委员会要求共同基金要在每份基金说明书前面使用单独清晰的表格以提供完整的费用披露。表格必须列示出投资者实际要支付的总费用——销售费用（当期的和递延的）、咨询费、12b—1费、股东账户持有费和其他费用——如果投资者拥有不同期限的份额。所以，投资者可以毫不费力地将各种费用进行对比，如果他没有这么做，那么责任只能在于他自己本身。现在我来解释这些成本是如何变化的，如果投资者将10 000美元投资于某种低成本基金时，10年的费用将达498美元（这里我随意挑选先锋基金作为例证），相反，如果投资于高费用的基金，费用额将达2 564美元。（这里我不想指出基金的具体名称，但确实有大量这类基金存在，有些费用甚至更高。）

当然，核心问题是“费用重要吗?”我想这个答案当然肯定的。简单地说，当我们用历史方法测算长期投资的收益时，一个相对保守的平衡计划，像我在前面例子中所提到的，也能提供约9%的长期收益率。如果投资者每年的成本是0.5%，10 000美元的初始投资15年后的终值将达39 000美元；如果成本是2%，终值将达到27 600美元。想一想，这分别是29 000美元的增值和17 600美元的增值。换一种说法，在风险和预期收益都不变的前提下，仅靠降低成本就获得了额外收益11 400美元，占初始投资额的114%。

现在我已经充分认识到，相对于付给一个普通的基金管理人0.5%的佣金以赚取12%的收益，显然付给一个杰出的权益基金管理人2%的佣金以赚取15%的收益是更有价值的。但是，在我所认识的范围内，这个行业里还没有这么杰出的基金经理。而那些幸运的敢于冒风险的基金管理人常常是排在短期收益最前面的（或最后面的）。还有一些很优秀的基金管理人长期保持着高收益纪录，唉，但这只是很少的一部分。而且，也很难预先轻易地将他们识别出来。有很多昨天还是很优秀的基金经理人，也许明天就离开这一行业了。最后，高成本基金的管理往往比低成本基金要好得多，这并不是一个短期的、个别的现象。实际上，即使低成本的基金只能提供一个较低的总收益率，它还是能够在返还给投资者净投资收益的竞争中占据优势。这不免让人想起龟兔赛跑的寓言故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

如果高成本的权益基金不能合理地回报投资者，那么高成本的债券基金也不可能，货币市场基金几乎更是不可能的。不同的货币市场基金可能由于费用不同其收益也各不相同。在货币基金市场中，收益上的差异有可能完全是由成本上的差异所引起的，而和专家的管理水平没有任何关系。我很难想象为什么会有投资者白白放弃 50～75 个基点（0.5%～0.75%）的收益，让自己分文无收。如果利率变动对各类债券资产的影响均匀下降，那些忽略成本的固定收益共同基金投资者获利的机会会非常少，随着时间的流逝，少量高成本的债券基金的业绩可能会优于低成本的债券基金。

指数基金及其他

现在我们先来讨论几种类型的共同基金，在某种程度上是因为它们的成本效率，在未来几年里成本效率将会越来越重要，然后我会提醒你们远离其中几种。首先是指数基金，通常这类基金的结构类似于标准普尔 500 综合股价指数，并且二者也有着相类似的投资业绩。在经历很长一段时间的成长后，这种指数基金已成为积极的管理基金账户一个强有力的竞争者，其原因是显而易见的。

假设整个股票市场能提供 12%的年平均收益率。由定义可知，总收益将分配给包括个人投资者和机构投资者在内的所有投资者。假设所有投资者的平均成本为 1.25%，包括咨询费、交易费用等，他们每年将获得 10.5%的净收入。但是，如果指数基金的运作不需要任何的咨询费，仅需少量的交易费用，它的成本可能为 0.375%，每年的净收益就将达 11.625%。初始投资 10 000美元，以市场净回报计算 15 年后的终值将达 44 700 美元，而指数基金的价值将达到 52 000 美元。很明显基金经理将会减少工作量。

过去的记录充分说明了这个道理。过去 20 年间，养老金资本账户的年平均增长率达 8.3%；标准普尔指数的年收益率达 9.3%。这个历史上实际 1%的差异已经非常接近一个月前所提到的理论上 1.1%的差异。（养老金的数值是没有扣除交易费用和管理费用的，这些费用可能是很接近的，所以它们的净值也应该是不相上下的。）在过去 5 年里，这种差异更大（+14.9%～+16.5%之间），但是这么大的差异是很难在未来一直保持下去的。

指数化是养老金管理的一个重要因素（据估计目前已经达 1 800 亿美元），它并没有给共同基金造成任何的负面影响。实际上，1976 年组建的先锋 500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数信托投资组合到 1986 年为止，还是惟一可公开购买的指数基金，但 10 亿美元的资产规模使它很难称得上是权益共同基金的主流。最近新创建的指数基金中还没有一支能像先锋基金一样降低成本。（先锋基金本年度的费用率仅为 0.25%，据我们所知，这是整个共同基金行业的最低值。）投资者本可以选择我们低成本的免费信托，他们却天真地选择了高费用率的收费指数基金。所以，我们有理由预期先锋基金还将在目前的资产规模上继续增长。

当然，购买指数基金，就失去了从真正杰出的基金管理人那里获得他们所创造的高额收益的机会，无论这种机会是多么的稀少。但是从收益上讲，投资者购买指数基金所获得的收益在很大程度上将高于其他权益基金，可以肯定的是至少不会是最低的。

而且，指数的业绩更优于单独的“标准普尔 500 股票指数”，标准普尔 500 包括股市所有股票的 70%，所以我们要大力开展市场剩余 30%的指数化工作。通过投资 500 个我们独特的投资组合和市场扩张投资组合，投资者可以间接持有整个股市，这绝对是一个规避风险的好办法，尤其在很多中小企业股胜过蓝筹股这个股市发展不可避免的过程中。（至今为止，1988 年似乎就是这样的一年。）

我们独特的延伸市场组合是先锋基金采用的基础指数概念的三个外延之一。第二个是先锋债券市场基金，指数化处理后形成雷曼兄弟投资等级指数。第三个是先锋数量组合，它可以通过计算机估价系统匹配标准普尔指数的基础投资性能（产业结构、产出等），并在此基础上挑选出价值被低估的股票。我们的目标是在提供相关业绩预测时快于指数。最初的一年，1987 年，我们仅有不到 1%没有达到目标；今年，我们约有 1%超出目标。

我个人认为，指数化舞台的创新将会层出不穷。如果共同基金可以分为小企业型、资本增值型、成长型、成长收益型、股本收益型等种类，那么是否也会相应地出现与其相匹配的指数基金呢？我们知道这些共同基金的基本特点是可以仿效的，而且与它们相匹配的指数基金的运营成本是相当低的，这类指数基金会有着很强大的成本优势。

另一个让我们寄予厚望的新型先锋基金，当然也是比较符合实际期望的，是先锋资产配置基金，我们有望在 11 月引入。它将提供一个股票（编入标准普尔指数的）和债券（美国长期国库券）、储备的动态组合。我们选择 Mellon 基金管理公司作为该基金的咨询顾问。这家公司的宗旨就是充当资产配置领域有序的策略化的先锋者，过去 20 年它的业绩是相当不错的。（我们相信 Mellon 高度系统化的方法将不同于其他基金。）当然，现在还不能保证将来必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然会成功，但基金最差的情况不过是在股市下跌时将与股市趋于一致，在股市上涨时低于股市上涨幅度，最好的情况是在跟随股市上涨，消除股市下跌时的波动。我们不能追求这种极端情况，但可以期望得到高于股市的长期平均收益，同时权衡规避风险和最大限度地降低交易成本和经营成本。当然，时间会说明一切的。

谨防某些基金

在谈论指数化和资产配置的过程中，我一直是强调先锋基金的，这一点希望你们能够谅解。但事实上，如果有的话，也只有少数几家公司能提供这些领域的共同基金。事实证明，它们不可能提供给个人投资者符合这些理念的基金。同样，说到我在谈论基金时，我也担心会有相反的情况出现——先锋基金也同样不能提供。很明显，如果希望这些基金更加合理化，就要花费更长的时间来完善它们。我不想说我们就一定是正确的，我们的竞争者就一定是错误的。但我们的投资策略很明显不同于其他公司。

（1）“管理附加”债券基金，如果忽视高额成本的话，会有相当高的收益。它通过出售备兑认购期权获取保险费收入，大大增加了利息收入。但这种方式打击了投资者参与债券市场的积极性。从长期讲，在我看来，这种投资方式必将会遇到阻碍，最终失败。

（2）交易活跃的“产业基金”，股东对它交易的积极性可谓前所未有，巨额的交易量翻番，当然同时翻倍的还有高额的交易成本（包括初始交易费用和每年 2.5%的交易费用率）。如果他们的目标仅仅是追逐他们所参与的工业行业业绩，最终会不可避免地遭遇失败，对此我感到担忧。（先锋专有投资组合减少了限制交易的不利因素，免费销售，营运费用率也仅为 0.75%。但大多数投资者并不在意这种优势，所以我们在市场上取得的成功也很有限。）

（3）“战略”基金，特点是可以投机目前所有的任何衍生金融工具：期货、期权、短期证券、长期证券、货币等。当然我们有理由相信会有一些基金经理精通所有这些金融工具，能提高基金持股人的收益，但这种成功也只是间歇性的。很有趣的是，一些以这些资产发起的基金在 1987 年运作十分良好，但 1988 年就很差劲了。因为无论是好是坏，他们看起来完全没有设立任何基准，在此基础上可以预测相关业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总结

在今晚的这些内容里，我尝试着回顾了股市大崩溃，概述了对于平衡和多样化的需求，并展望了还没有被采用的反直觉的投资理念——指数导向的投资方式取得了很好的收益，在我的主观印象中，你们几乎没有人注意到这种投资理念。总之，我一直相信，普通股票以及根据你们个人需要所持有的适量的债券和现金储备，对大多数寻求在适度风险下获得最佳长期收益的投资者来说，都是一种合理的金融理财规划。

我希望并且也可以预测，《时代》杂志所得出的个人投资者是一个高风险群体的论断是有误的，明智而有耐性的投资者是不会听从“购买股票？绝不可能!”，而是接受我今晚所提的一些建议，归纳起来就是：

拥有股票，踏上等待的征程；
持有债券，因为其偿本付息；
保有现金储备，以防不测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章 指数化举步维艰

会议演讲稿
指数化第三次盛会
棕榈泉，加利福尼亚
1998 年 12 月 7 日

1993 年 2 月 16 日，在摩根斯坦利出版的投资观察周刊上的公告中，战略部分的作者以下述标题“我听见了指数化接近消亡边缘的呻吟声”开始了自己的分析。

我有充分理由认为，在 20 世纪 80 年代近 10 年的时间里，货币基金管理人在指数市场的业绩是十分悲惨的，1991～1992 年股票市场的收益极大地弥补了这些损失，未来 10 年里这种趋势还将继续。在那两年时间里，大多数管理人最终战胜了市场。例如，相对于标准普尔 500 指数 18%的年增长率来讲，共同基金的年平均增长率达到了 22%。这位战略家预言：“我认为很多主动投资的管理人的业绩将高于 20 世纪 90 年代流行的大多数指数。”我佩服他作出这种预测的勇气，尤其他在标题里还使用了“接近消亡边缘”这一肯定却充满争议的措辞，因为在这一行业，预测未来业绩是一件风险很高的事情。（最终事实的揭露让我知道这是多么艰难的事情。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即便如此，这个预测还是糟得不能再糟了，因为标准普尔 500 股指在 1993 年后继续走高，并迅速超过共同基金，毫不停留，其边际收益不可思议地一年年稳步攀升。这一年大盘股指数基金的收益率令人震惊地高出股本共同基金平均收益率 15 个百分点，达 22%，而当年基金平均收益率仅为 7%（见图 6-1）。

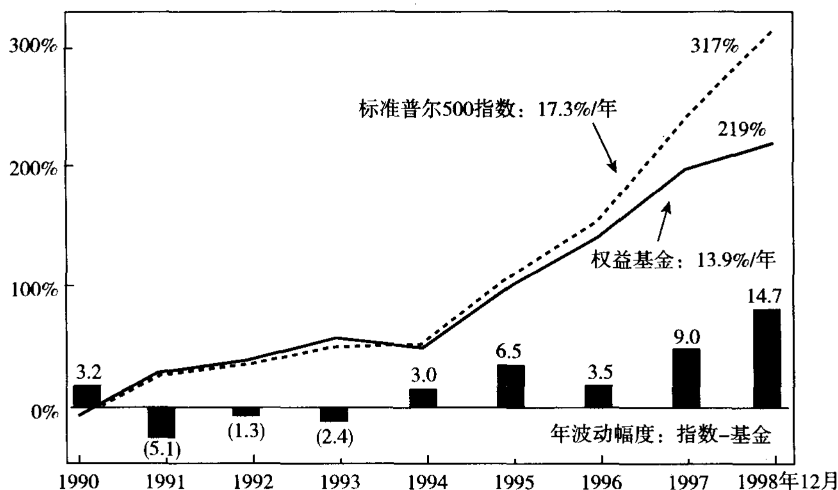


图 6-1　标准普尔 500 指数与普通权益基金，1990 年～1998 年 12 月

总之，在 20 世纪 90 年代近 10 年的时间里，标准普尔 500 指数创造了 17.3%的年平均收益率，而同期权益共同基金的年平均收益率仅为 13.9%。这 3.4 个百分点的差距，在一定意义上看，蕴含着比它表面上所显示的更多的含义。进一步说，标准普尔 500 在这 10 年间的增幅超过 300%，而同期权益共同基金的增幅仅达 200%多——将近 100 个百分点的差距。这是有记录以来指数最占有优势的一段时间，甚至两者当时都称不上是真正的竞争。

但让我们停下来思考一下这些数字背后的东西。事实（或者是我们所能做到的最大限度接近的事实）是大多数管理人不会像 1993 年“接近消亡边缘”中所形容的那样杰出，也不是像这 10 年间看起来那样差劲。但对大多数采取主动策略的基金管理人来说，他们的能力还不能强到保证他们的业绩要超过已选好的指数标准的程度——而且未来一段时间也会如此。

解释一下为什么对采取主动策略的基金管理人缺乏足够的信心呢，这里我要提出 5 个基本假设，在我看来，它们可能会不利于投资经理和投资者的形象，后边我会进一步阐明我的证据。以下是这 5 个假设。

- 以标准普尔 500 指数作为衡量主动投资的基金管理人业绩的最合适的标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 过去被动投资管理方式的业绩会优于主动投资管理方式，但这种不寻常的，甚至被称为不可重复的时代将很快改变，特别是我们将要进入一个所谓的“股票挑选者市场”的时期，这是又一个假设。

• 通过充分调查得到的市场指数，在市场下跌时跌幅会大于那些灵活的主动方式的基金管理人所经营的基金。这些基金管理人能够采取防御性的措施来保护他们的账户。

• 指数只能在有效市场中运作，投资者却在被称为是不完全的有效市场中——例如小型股市场和国际市场——更有操纵市场的能力。

• 七年来预期指数将会大跌这一结论并没有成为现实，现在这一呼声比历史上任何时刻都高——当然这也许是个合理的预期，只是随着时间的推移，人们都相信所有投资方式的业绩都将不可避免地走向一致，投资咨询的建议也不再重要。

假设一：以标准普尔 500 作为标准

第一个假设是以标准普尔 500 作为衡量基金管理人业绩的统一标准，不可思议的是，几乎所有的货币基金管理人都认同这一点，不管它是否能达到预期的目标，而且也被监管者和中介机构完全接受了。但是，只要好好地思考一下这个问题我们就会明白，标准普尔 500 是同一时刻 100%的投资于股票，属于大盘股指数。目前它代表了全美股市 3/4 的价值，如果把它看成一个样本——从集合的角度来讲确实是的——但它完全忽略了占股市 1/4 的中小型股票，这些中小型股票会阶段性地表现出一些与大盘股不同的特性。20 世纪 90 年代，大盘股一直独领风骚，年收益率达到了 17.3%，同期市场（威尔希尔 4 500 权益指数）年收益率仅为 13.3%。

但很明显，共同基金不仅包括大盘股基金，而且还包括中盘股和小盘股基金。权益基金的资产几乎就代表了整个股市（大约 75%的大盘股、17%的中盘股、8%的小盘股）；权益基金数量上的模式却与此毫不相同：50%以上的共同基金是基于大盘股的，中盘股和小盘股大约各占 25%。一个完美的基准水平看起来更像是一个太过于野心勃勃的目标，在我判断，这个行业最好的基准就是覆盖整个股市的威尔希尔 5 000 股票指数。（除了投资的全面性外，它的风险还明显小于普通的权益基金。）有趣的是，在它的整个历史中，直到 1970 年，威尔希尔 5 000 股票指数才获得了与标准普尔 500 非常一致的年收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率－13.7%。但那段时间里，标准普尔指数包括的 500 支大盘股票与其他众多的未被包括的小股票的业绩常常是不分胜负的。这也就是我们在 20 世纪 90 年代所看到的。

以威尔希尔 5 000 作为基准，既不符合摩根斯坦利在 1991～1992 年间观察到的趋势（对传统的主动投资基金管理人来说），也不符合后来我们所看到的那种令人吃惊的趋势。实际上，近 60%的主动基金管理人的在 1991～1992 年的业绩是次于威尔希尔 5 000 的，更提不上指数已经接近消亡的边缘。到目前为止的 10 年来，仅有 11%的主动基金管理人的业绩超过了标准普尔 500，20%超过了威尔希尔 5 000。在我看来，我们越早使用这种更实际的标准作为主动基金经理的基准——也许它不完美，但可能它是最合适的，对这一行业及我们所服务的投资者来说就越好（见图 6-2）。

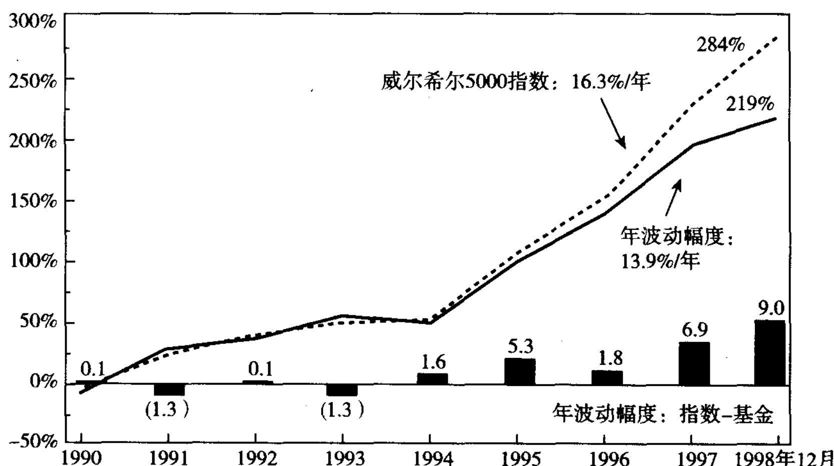


图 6-2　威尔希尔 5000 指数和普通权益基金，1990 年～1998 年 12 月

假设二：过去并非序幕

过去被动投资管理在投资管理中的优越性不过是一种反常的巧合，在未来不可能重复，这些思考让我提出了第二个假设。但我也给主动投资的基金管理人带来一个坏消息。在这一点上，过去就像是一个序幕。公平点说，权益共同基金过去的业绩记录就是过去一系列因素直接作用的结果，我们不仅了解这些因素，还知道这些因素在未来可预料的一段时间内将继续存在。

让我们分析一下 20 世纪 90 年代以来这 10 年的投资收益。我们知道标准普尔 500 指数的年平均收益率是 17.3%，而同期多元化投资的共同基金收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

率仅为 13.9%。但这 3.4%的差距却可以很好的解释。首先，同期威尔希尔 5 000。指数的收益率为 16.3%，我们可以将其中的一个百分点理解成“大盘股效应”，这个差距就减少为 2.4%。我们知道那段时间基金的平均费用率在 1.3%左右。（现在是 1.5%，而且还在不断增加。）结果：这个差距下降到 1.1%。基金的投资组合换手率每年平均约在 85%。（因为这个行业总是在不断地督促其持股人进行长期投资，这是一个多么令人震惊的结果！）因此，我认为交易费用至少占了年收益的另一个 0.7%，这个差距也就降到 0.4%（见表 6-1）。

表 6-1　共同基金落后于市场 9 年平均收益的解释

	差距	余数
总差距	3.4%	−3.4%
大盘股效应	1.0%	−2.4%
基金费用率	1.3%	−1.1%
基金交易费	0.7%	−0.4%
现金储备拖累	0.7%	+0.3%
基金风险费	0.6%	−0.3%

最后，我们知道基金管理人在其投资组合中平均持有 8%的现金储备，在一个强牛市中这可谓是一个相当高的成本了。考虑到这段时间短期储备和基金股票收益率的不同，目前这二者之差在 0.7%左右。那么这个差距实际在每年 0.3%左右。这样，在衡量基金经理挑选股票的能力时，他们实际上比我们原来预料的要好一些。可是，由于持有高风险的投资组合，基金将获取约 0.6%的费用，这意味着他们的业绩要比预期低 0.3%。事实上，我们可能是在说明：就如同理论上所讲，如果不考虑他们的成本，基金管理人的业绩将会紧紧跟随市场。

但重点是我们向前看时，未来的基金收益率也至少会有这样一个相同的负担。最明显的就是基金成本。基金费率在增加，而且未来 10 年肯定会更高。市场运作系统中通信技术的不断提高可能会使得交易成本降低，甚至减半。但多大幅度的降低都不足以弥补交易费率的提高所造成的损失。最后，在一个较为温和的市场中现金对收益的影响相对较小，虽然这时候股票收益较低。总之，我相信费用率、交易成本、现金拖累的总和至少要和过去十年一样高，这就会将主动投资经营的共同基金的毛收益率每年拉下近 2.5%。结果：作为一个整体，通过主动投资方式管理的权益基金将会，也一定会落后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于以威尔希尔 5 000 股指为代表的指数基准。过去还只是一个序幕。

我要指出，与这个理论相反的是，我们现在已进入一个被称为“股票挑选者的市场”，在这里智慧型的基金管理人会很轻松地发现优质的股票。我已经完全忘记了这个理论的逻辑。难道我们不会永远处于一个“股票挑选者市场”吗？难道那些优秀的基金管理人不会再像 10 年前一样选择微软、英特尔、美国国际集团或者可口可乐吗？（难道沃伦·巴菲特不会再凭借其良好的投资才能获得报酬吗？）但不管股票的挑选变得多么容易（我想不通为什么！），100 个优秀的股票投资者在挑选股票时不是还是以 100 个差劲的股票投资者作代价的吗？整个股票市场的收益不就是那些优秀的股票投资者、普通的股票投资者、差劲的股票投资者的收益综合起来的吗？即使我们将最成熟的分析应用于这个“股票挑选者市场”，也必然形成另外一个假设。

假设三：投资者会见机行事

仁慈地讲，第三个假设可能最终会被 1998 年的熊市所否定。这个假设认为在市场下跌期间主动管理的基金最终会超过被动管理的基金。假设认为，指数在全过程中是百分之百投资股票的，而主动投资的基金经理所持有的现金储备会减轻股市下跌时投资组合的损失。而且，明智的基金经理会认识到市场的下跌是可预期的，因而会提前增加现金储备，在市场不可避免的下跌过程中获得一定程度的保护。

首先，事实是，在传统的股票和现金储备的投资水平上，现金只是狗的尾巴而不是狗。凭借简单的逻辑就能推出这样一个结论：5%～10%现金储备的“尾巴”不可能影响包括 90%～95%股票的“狗”。持有股票投资组合的共同基金的风险要比持有被动投资组合的大，指数通常受控于高质量的大盘股。所以，指数在市场下跌时会比主动投资管理的基金提供更多的下跌保护。

记录显示，由于一般共同基金中包括现金头寸和高风险的投资组合，基于标准普尔 500 指数和威尔希尔 5 000 指数的共同基金风险会小一些。在基金的收益低于无风险美国财政债券的日子里，晨星共同基金为每个基金在其收益基础上都计算了风险系数。数据显示，过去几十年中，标准普尔 500 指数比普通共同基金的风险少 15%，威尔希尔 5 000 指数更少于 18%（见表 6-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-2 风险比较

	相对风险[①]	下降	总收益
		1998/7/16	1998/8/31
		1997/12/31	1998/11/30
普通股票平均值	1.00	−22.2%	6.9%
威尔希尔 5 000 指数基金	0.81	−20.7%	15.9%
标准普尔 500 指数基金	0.85	−19.0%	21.6%

① 晨星风险，1998 年 6 月。

从另一个角度看，过去几十年，标准普尔 500 指数收益的标准差要比权益基金平均数低 3%，威尔希尔 5 000 指数则要低 5%。根据这些记录，我们就不会对以下这些数字感到惊奇：去年夏天的熊市中基金跌势再次大于普通股票——超过威尔希尔 5 000 指数 8%（下跌 20.7%），超过标准普尔 500 指数 15%（下跌 19%）。普通股票跌幅达 22.2%。

基金管理人在市场下跌前增持现金（或者在下跌结束后再次投资现金）会怎么样呢？事实似乎不像看起来那样简单，必须进行深入的思考。在 1998 年中期，就在 1987 年以来那次股市最剧烈的下跌之前，现金储备已不足权益共同基金资产的 5%，接近历史最低水平，1990 年在市场低点时却达 13%，接近历史最高水平。这个例子很典型。基金一直倾向于在市场低点持有大量现金，在市场高点持有少量现金。例如，在 1973～1974 年股市大跌前现金只占总资产的 4%，但在市场低点时却上升至 12%；在 1982 年牛市开始时，权益基金现金持有量占总资产的 12%。基金管理人在他们本应该看涨时看跌，在他们本应看跌时看涨，这可不是通向成功的法则（见图 6-3）。

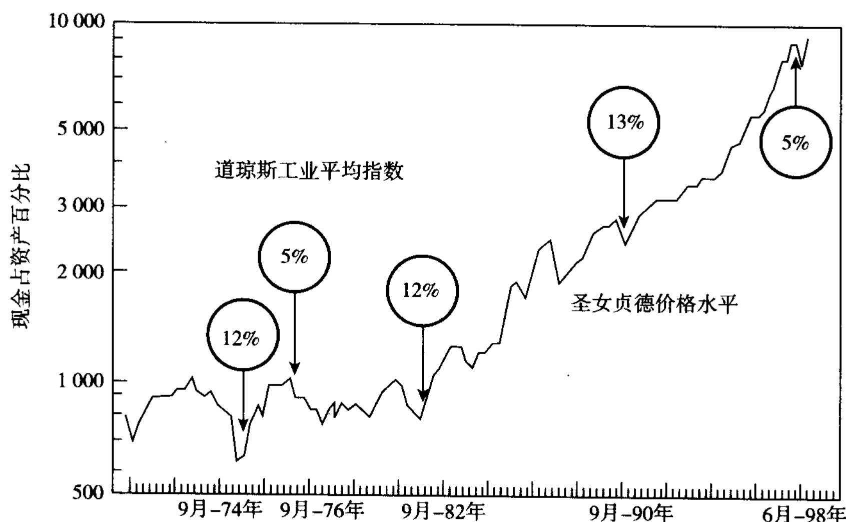


图 6-3 基金管理人所挑选的并不成功的市场时机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总而言之，对于近期的市场下跌，晨星的风险数据和相关的标准差都表明，尽管权益共同基金实际上确实持有适中的现金头寸——而且具备预期市场下跌来增持现金的能力，它们的风险暴露程度还是比全部投资于市场指数的风险暴露程度要大得多、广得多。是的，指数基金也会随市场下跌，但主动投资基金的下跌幅度会更大。我希望最后我们能有这样看起来很蠢的假设，现金储备和在市场上见机行事都是主动投资的基金管理人在市场下跌时的有力工具。

假设四：指数只能在有效市场中运作

由于主动的基金管理费用的存在，使主动的基金管理人实际的业绩水平要落后于优秀的市场指数。现在人们已经普遍接受这样一个事实，投资群体就必须提出另外一个假设以调整这种现象。不幸的是，理论界的大多数人看起来似乎很鼓励这个假设，即使他们并不鼓吹。在任何情况下，假设四都会出现：指数只能在有效市场中运作，例如那些主动投资进行交易的股票，支配标准普尔 500 指数，占美国股市 76％流动性极强的大盘股——都被假设是完全有效率的。

那些理论听起来似乎是似是而非的。因为指数成功的基础，并不是那些关于市场有效性的论断，而是因为在不连续的市场或市场分割中，单独的投资者不可能超过所有投资的整体水平。与市场价格结构相关的有效性可以用来评估某一时刻所有股票的综合价值，那就意味着很难将好的和差的基金管理人区分开来。但可以肯定的是，在无效市场中优秀的基金管理人将会有更多的机会超过行业平均水平，但他们所获取的超额收益肯定要被同期差的基金经理的较低收益所抵消。（这里重申一次，是存在好的和差的股票挑选者的。）

但是，在所谓的无效市场中，共同基金的成本将比在有效市场中更高。例如，小盘股基金的费用率和交易费用都要高于大盘股基金。这也证明，一旦考虑到中盘股、小盘股基金的高风险，它们在市场中相对于同一市场分割中指数的劣势也要略大于大盘股基金。我在近期出版的《投资组合管理期刊》中发表文章指出，风险调整收益优势——大盘股基金每年为 3.5％，中盘股基金为 4.2％，小盘股基金为 4.4％。特别要指出，随着股票资本额的下降，综合风险差异也在加大——大盘股基金比大盘股指数风险大 1.6 个百分点，中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:[redacted]

盘股基金比中盘股指数大 2.6 个百分点，小盘股基金比小盘股指数大 3.6 个百分点（见表 6-3）。

表 6-3　分类基金、指数的比较

	收益	风险	风险调整后的收益
大盘股			
基金	13.0%	10.6%	1.04
指数	15.0	9.0	1.28
调整后的指数①	16.5%	10.6%	1.28
指数优势	3.5%		
中盘股			
基金	13.8%	12.3%	0.95
指数	15.1	9.7	1.22
调整后的指数①	18.0%	12.3%	1.22
指数优势	4.2%		
小盘股			
基金	15.1%	14.7%	0.92
指数	15.4	11.1	1.12
调整后的指数①	19.5%	14.7%	1.12
指数优势	4.4%		

① 经指数风险和基金风险调整后的指数收益。

数据来源：1991 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

国际基金的成本还会更高，一方面它的费用率高，另一方面它的保管费、税收、佣金、市场扩张费用等也较高。所以，指数的规则不但适用于国际市场，而且国际被动投资基金还会占有更大的优势。可能过去所有的业绩是不确定的，但仅就过去 20 年来讲，国际指数基金比普通的国际基金的优势每年要高出 1.1%，先锋欧洲和新兴市场指数基金从一开始每年就比主动投资基金分别高出 4.5%和 2.1%。事实证明，指数在股票投资领域的任何角落都是，也一定是高效的（见表 6-4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-4 国际指数和国际基金比较

	1977～1987 年	1987～1997 年	1977～1997 年
摩根士丹利远东指数	22.8%	6.6%	14.4%
国际基金	17.8%	9.0%	13.3%
		1990 年 7 月～1998 年 11 月	
欧洲股市基金		13.3%	
欧洲管理基金		8.8%	
		1994 年 6 月～1998 年 11 月	
新兴市场指数基金		−5.9%	
新兴市场管理基金		−8.0%	

无效市场也一定会给基金管理人提供更多盈利的机会。但良好管理所赚取的额外收益将不可避免地被管理差所引起的收益下降所抵消。在低效率市场上持有基金要支付更高的费用，这并不是一笔划算的买卖。例如，假设：①在有效市场中，前 10%的基金经理创造的基金业绩每年平均比市场均值高出 3%，在无效市场中可达 5%；②后 10%的基金经理则正好相反；③总的基金费用在有效市场中每年是 1.5%，无效市场中为 2.5%。结果：①前 10%的基金经理在有效市场中获得 1.5%的超额收益，无效市场中获得 2.5%的超额收益；②后 10%的基金经理则分别获−4.5%和−7.5%的超额收益（见表 6-5）。

表 6-5 基金管理人创造的收益与市场平均水平的比较

	计算成本前		计算成本后①	
	上限 10%	下限 10%	上限 10%	下限 10%
有效市场	+3%	−3%	+1.5%	−4.5%
无效市场	+5%	−5%	+2.5%	−7.5%

① 假设基金费用：有效市场中是 1.5%，无效市场中是 2.5%。

很明显，成本下降后，以前成本回收的均衡模式会很快失衡。从另一个角度看，成本负担抹杀了优秀股票管理人的优势，正如这也加深了那些平庸的基金管理人的不足。但这两种情况在无效的股票市场中会更为突出。这样，具有讽刺意味的是，股票指数在无效市场中的作用要高于在有效市场中的作用。这样，“另一个假设被推翻了”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设五：最终必将回归均值

在一定意义上说，最后一个假设看起来是最有道理的。但它却基于一个错误的前提，这是应该去反驳的，因为这一行业中的人，甚至我个人都参与创造它。标准普尔 500 指数作为衡量经理人业绩的假设已经得到了众人的默许，假设五也就从这里开始了。我今天的分析将不再依靠指数——它能产生巨额收益在一定程度上是因为它集中于大盘股——我的分析仅仅是依赖于它自身的优势。

当然，这个假设是指，金融市场看起来最终会不可避免地回归均值，如股市中那些现在和从前的幸运儿——超大盘股如微软、可口可乐、通用电气等等——回归的时候，它们就不能再带领中小盘股，而中小盘股往往是强牛市中落后的那一部分，这样指数基金会处于很不利的地位。我不赞同这种观点。

首先，拥有近 200 万持股人的先锋 500 指数很快成为世界上各类型中最大的一支共同基金，先锋指数已成为一个家喻户晓的名字[1]，这时仅有一半的管理权益共同基金是大盘股基金，3/4 的管理基金资产都是大盘股代表的。与我们的 500 指数基金相比，普通基金就略显不足。当然无论我怎么说，标准普尔 500 基准有时仍是最主要的比较标准。如果我们不是处于回归均值的时代——我称它为“华尔街上牛顿的复仇”——我们也会对这个指数曾经的业绩感到震惊。在历时 15 年的光辉岁月中，标准普尔 500 指数超过了 96%的其他基金，最差的业绩也排到了共同基金的第 40 名，很明显未来指数的相关收益也将会回归。

然而，我没有能力预期这次回归的幅度。所以让我们看看指数先锋威廉 L. 福斯。他既是该领域卓越的资深人士，也可能是所有参与者中最令人尊敬、最有智慧的人士。他也完全值得拥有那些尊敬。在《金融分析期刊》7/8 月版中，他对这个问题进行思考并得出：“我预期大盘股很快会停止超过

---

[1] 实际上，追溯到 1987 年，我曾经想根据威尔希尔 5 000 指数基金调整我们的 500 指数基金。但是最后我决定，仅仅增加一个“延伸的指数市场”基金以投资于不在标准普尔 500 指数以内的那部分股票市场，然后在 1992 年设立了一个新的“完全的股票指数基金”。我相信完全股票指数基金能够成为很多投资者的投资选择，因为它覆盖了整个美国股市，是一个基本理论在实践中的体现，即由于成本的原因，由所有主动的投资者所赚取的收益一定会少于将所有股票作为一个整体所赚取的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普通股票的趋势……以后 5 年，主动管理的投资组合可能会超过标准普尔 500 股票指数 50%甚至更多。”

现在还没有像我这样资质平庸的人去挑战福斯先生超人的智慧，但还是请允许我在共同基金目前的结构和成本的前提下解释一下是什么使他的预测成为现实的。首先，假设标准普尔指数未来的收益率是 10%，普通基金则会创造 15%的净收益率。像我已经提到的，52%的基金是大盘股，26%是中盘股，22%是小盘股。如果大盘股基金的毛收益率达到标准普尔指数 10%的水平，其他基金平均毛收益率将会超过 20%。那时就不是 50%，而是 100%超过标准普尔的收益了（见表 6-6)。

表 6-6 福斯预测的业绩高于积极管理的投资组合 50%的含义

	收益	相对于指数
标准普尔 500 指数	10%	0%
计算成本前基金平均水平	15	+50
大盘基金	10	0
小盘基金	20	+100
计算成本后的基金平均水平①	12%	+20%

① 费用率+交易成本+现金拖累 = 3%。

但是，基金还有 3%的成本支出，包括交易费用、现金兑换等，基金的平均净收益不会超过 15%，大约有 12%给股东，这比标准普尔 500 指数基金高出 2 个百分点。有趣的是，这个数字说明了指数基金可以比所有的基金经理的业绩高出 35%。只要这个基金能跟随标准普尔 500 指数，即使做得不成功，上帝也可以或者说也一定会帮助它的。简而言之，如果基准的选择错误了，标准普尔 500 指数将会消失的谣言也会被过分夸大。

而且，这也是最重要的一点，由于剔除了 25%的市场价值，标准普尔 500 指数是个错误的测量标准。（最好是在无风无浪的时候承认这个道理，而不要在事情发生后才去改变规则。）如果整个市场股本总额中非标准普尔的部分比标准普尔高出 20%～100%——全市场的威尔希尔 5 000 指数的年收益将达 12.5%。但是，考虑到共同基金的拖累，我们把这个数值降低 3%，普通共同基金的净收益率将达 9.5%——不仅只比威尔希尔 5 000 指数 12.5%的收益率低 25%，也仅比处境艰难的标准普尔 500 指数 10%的收益率少 5%。而且，非标准普尔的部分如果能提供比标准普尔 500 指数高 50%的收益，基金收益率至少会达 8.2%，而威尔希尔 5 000 指数和标准普尔 500 指数的年收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

率分别为 11.2%和 10%。所以无论从这些关系的哪个方面看，对指数的批评者来说都不是一个好消息（见表 6-7）。

表 6-7 威尔希尔 5 000 指数与标准普尔 500 指数（福斯预测的差异幅度）

	收益	相对 500 指数
标准普尔 500 指数	10%	0%
威尔希尔 4 500 指数	20	+100
75%标准普尔指数加		
25%威尔希尔 4 500 指数	12.5	+25
共同基金（扣除 3%的成本后）	9.5%	−5%
基金与威尔希尔 5 000 差额	−3%	−25%

总结

《麦克白》的主角曾这样说："钟声在呼唤着我，不要去听，邓肯，这是丧钟，是会召集你去天堂或者地狱的丧钟。"同样，摩根斯坦利在 1993 年的结论也确实是丧钟，但事实证明，那只是召集主动投资的基金经理的丧钟。我所提出的假设将会一直有效，直到我们有充分的理由相信召集主动投资的基金经理的丧钟会再度响起，这可能在 2000 年 1 月 1 日起的 10 年中。现在是一个命运的转折点，那些曾预测 20 世纪 90 年代会出现"垂死挣扎"的投行公司似乎也赞同这种说法。摩根斯坦利最近的一份报告就站在了一个反对者的立场，这可能是无意的。报告预测近几年标准普尔指数将会重新超过大多数基金经理。

这个结论的论证在 1998 年 8 月 7 日的《股票调查简报》中。通过对 1988～1992 年这 5 年间共同基金记录的检查，并将它们与 1993～1997 年这 5 年间的收益、风险、风险调整后的收益比较后，《简报》指出，关于收益，前 1/4 基金中的 28%和前 1/2 中的 51%还在它们原来的行列，原来的预料中是 25%和 50%。随机性很大！但谈到风险，还在原来行列的前 1/4 中有 63%，前1/2中有 93%。让人印象深刻的是，风险调整后的收益，预测数分别为 39%和 64%，远高于随机预期的 25%和 50%（见表 6-4）。结论：风险调整后收益具有总收益中所缺少的可预测性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

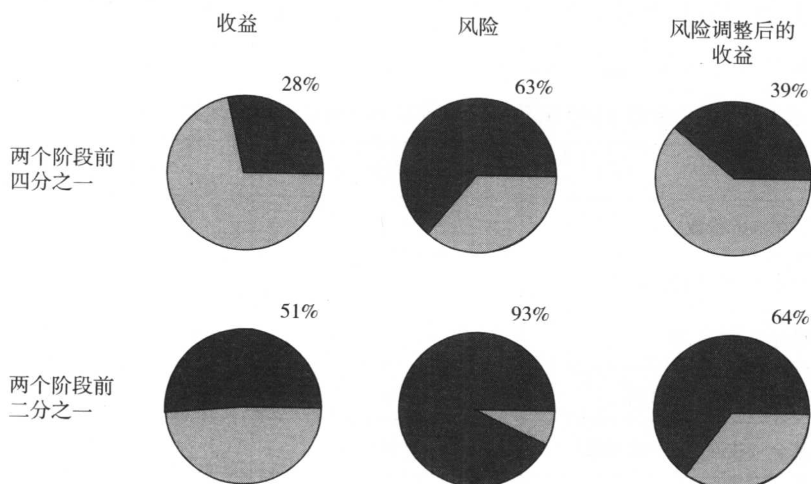


图 6-4 连续 5 年基金收益和风险的一致性

资料来源：摩根斯坦利添惠公司。

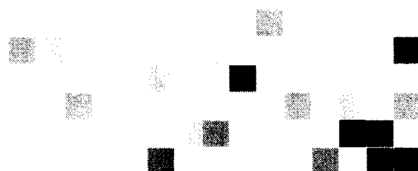
另有注释："那么基准呢？……前两个阶段标准普尔 500 指数列于风险调整后收益的前 1/4……同期 3/4 共同基金的风险调整后收益要次于这个基准。"既然风险调整后收益是能够较好地预测未来收益，指数又较好地体现了其风险，它的风险又接近于（实际上是低于）普通基金的风险，公司的结论肯定是这样的：标准普尔 500 指数连续地位于前 1/4 的业务是可以较好地预测的。

《简报》的最后的一句话说："警告：这个研究结果是回顾性的。"这确实是个恰当的警告，而且清晰地提示了那些 5 年前预测了指数的"接近消亡边缘"的公司。但实际上，那更是一个早期的丧钟，不是为指数，而是针对那些主动投资方式的业绩来说的，而且我们也知道那不是将他们送上天堂去的丧钟。所以，像麦克白警告的那样，这钟声将召集他们去更冷、更黑、并不舒适的——但却是永恒的——居所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

指数化的 25 年：积极管理者获胜，谁失败？



会议演讲稿

指数化的第四次盛会

菲尼克斯，亚利桑那

1999 年 12 月 5 日

创建于 1975 年 12 月 31 日的世界上第一支指数共同基金——“第一指数投资信托”，明年将迎来它的 25 周年华诞。目前它已改称先锋 500 指数基金。当初刚刚诞生时，其资产规模只有 1100 万美元。而 1999 年 11 月 16 日，其资产首次突破千亿美元大关，按复利计算年增长率接近 50%。起初，这一基金遭到无尽的批判和毁誉——“非美国”是其中最轻的，因此，尽管我可能是为数不多的认为资产总额一样非常重要的人之一，或许那段时期可以作为异端最终变为正统时刻的一个有用的里程碑。

当然，指数基金的发展早已远远超过先锋指数，现在它已经是金融服务产业中一个非常重要的部分。权益指数基金的资产规模总额达 3 000 亿美元，几乎是全部权益共同基金的 10%。全世界共有 334 种指数共同基金，其中 139 种以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准普尔 500 指数为基础，其余 195 种则以其他指数为基础。这些指数中的一些意义非比寻常，而另一些则没什么意义。在那些意义不大的指数基金中，69 种有着销售费用；我至今不明白它们存在的意义。在那些有意义的指数基金中，有环球指数基金和固定收入指数基金。由于积极管理的环球指数基金的额外成本——较高的手续费和费用率，较高的组合换手率和较高的交易成本——使得低成本的指数基金比在国内市场占据更大的优势。尽管到目前为止，只有一家共同基金公司对债券的指数化作出了郑重的承诺，但这方面有着非常美好的前景。考虑到固定收入基金可能的较小潜在业绩优势，以及多数债券基金所收取的实在无法容忍的手续费，这个领域有着巨大的潜力。

但是新兴指数基金行业不只包括众多指数基金经理人（某些以低成本管理其基金——至少在一段时期，有些则以较高成本）。它还包括许多创造性的推销者，他们不断证明可用于创造新的投资产品的指数是无限的；还有许多传播战胜指数或者重塑指数方法的人，通过难懂的统计方法或者其他方法——从计算机辅助数学模型到仅仅由抵押支持债券和标准普尔 500 指数期货构成的组合；还有成百上千法律、金融、科技和通讯服务的提供者，他们服务于所有无以计数的从事创造、管理和推销指数基金的人。指数化已经导致一本新杂志——道琼斯《Indexes》杂志的诞生，并且清楚地说，每年一次的指数化盛会现在已经进入第 4 年了，今年有 97 位发言者和 300 位参加者。

我们最初的先锋 500 指数基金，悄然诞生，至今不过刚满 10 年。直到 1984 年第二个指数基金才诞生，而它完全是第一个指数基金的翻版。它的高成本已经严重违背了其创始人的承诺：与标准普尔 500 指数获得相同回报。当这个由美国最大且最受尊敬的银行之一管理的基金坚定地走到今天时，它的股东却没有得到很好的服务。当基金创立时投资的 10 000 美元，最先是受高达 4.5%的销售佣金所影响，之后是每年 1%的运营成本，当 1999 年快要结束时的价值为 116 000 美元。而同时相同金额投资于第一个指数基金，即被仿冒者所仿效的基金，价值为 143 000 美元——差距为 27 000 美元。（当媒体问及基金如何证明其高成本的正确性时，一位发言人说："这是我们的摇钱树。"当然是这样的。）

一个较好的标准？

随着时间的流逝，我越来越相信，最明智的指数基金投资策略不应基于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准普尔500指数，而是应基于威尔希尔5 000股票指数。（这一指数近来已经转变为“威尔希尔5 000综合股票市场指数”，在我看来这一转变来得太晚。）稍后，我将就综合股票市场指数作为业绩标准相对于积极基金经理人目前所采用标准的优点进行探讨，但是现在我要说，拥有一个基于整个美国股票市场的指数基金实际上可以保证投资者获得98%～99%的股票市场年均回报。作为比较，积极投资者整体来说实际上只能保证获得75%～85%，而这仅仅是由于投资成本。预先识别极少的基金优胜者的搜寻过程看起来好像在市场这个干草堆中寻找一根针。在你可以拥有整个干草堆的时候为什么还要不辞辛苦地去寻找一根针呢？

拥有一个综合市场指数基金，简单来说，意味着购买资产——本质上来说，美国任何公开持有的资产形式，然后在永远这个沃伦·巴菲特的最佳持有期内持有它们。而另一方面，拥有一般的积极管理共同基金，意味着对多种票据进行交易，而每种的持有期都是行业的最佳持有期：406天。（基金换手率目前平均为每年90%。）相信我，这两种策略有着很大差异——在共同基金选择的复杂性和投机性方面，在未来相对回报的确定性方面，在管理费和费用率方面，在组合换手成本方面，以及在销售佣金方面。还有，我们可能忘了说税收效率。（多数积极管理共同基金奇怪的税收无效性，在对应税投资者造成无可挽回的损失的同时，也无法为个人退休账户和退休计划的延迟纳税基金投资者提供可论证的优势。）

太多指数基金？

在开始指数化投资时选择大盘标准普尔500指数作为适当标准，已经使指数基金股东赚了不少钱。但是我并不认为在今后还应维持这一标准。（尽管我并不想鼓励那些投资于标准普尔500指数基金的满意的投资者进行改变。毕竟，那500种股票代表了综合市场指数75%的权重。）综合股票市场指数基金的简单和易理解性使我比从前更多地质疑其他范围较窄的指数投资策略的正确性①。这里坦白说，我质疑的是我自己的判断，因为我在10多年前创办了第一个小盘指数基金，在1992年创办了第一个增值型和价值型指数基金——几乎和相应的标准普尔的BARRA增值和价值指数同时出现。小盘指

① 然而，跟踪较窄范围指数的指数基金，对于主要持有积极管理基金并且希望获得全部市场头寸的投资者来说仍是一个明智的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数基金的问题——或许我框定的范围太小了，应该是整个小盘基金——是通过维持所谓“类型纯正性”（也就是说，从不贸然跳出小盘风格），这种基金必定只销售业绩最好的，然后重新开始。这种做法不仅违背了长期以来投资策略的本质，而且有着很严重的负面税收效果。我们应该重新考虑这种策略以使其更加有效地运作。

增值和价值指数化投资策略，也应该被重新考察。根据其定义，每一种在标准普尔 500 股票市场指数的构成中占 50%。但是随着科技股市值的飙升，构成那 50%的增值型股票的数目从 10 年前的 232 家公司降至如今的 128 家。单单微软自 1994 年以来高达 1 060%的升值——在指数构成中的权重从不到 1%增至接近 4%——已经使多达 25 种从前的增值型股票转变为 25 种新的价值型股票，使价值型指数比过去更加“增值化”。而且，当这些公司被从增值型指数挤出而进入价值型指数时，对于增值型指数基金的应税投资者来说存在潜在的税收方面的不利影响。再次，当“类型化”指数投资策略随时间经受考验时，我们应该将其归功于重新再认识。无论如何，现在是时候对指数基金和积极管理基金的“类型纯正性”的含义和结果进行更好地揭示了。现在不是教条主义的时代了。

最新时尚

但是如果这些适度的——而且出于好意的——对于广大股票市场指数化权威的背离应该小心地再次考虑，那么对于指数化投资最近的时尚又怎么说呢？交易所交易基金，缩写为 ETFs（我承认，对于它，我至今仍将它和完全无关的电子资金转换系统混淆），是目前最热门的词汇。它们使指数化的概念远远超出我们在 25 年前其创立时所能想象的范围。这样说很合适。但问题是，这一指数基金的新品种，无论是偶然还是故意，似乎背离了指数化投资策略最初的意图——多样化资产组合的有效的长期投资——而是为我们提供了一种股市短期投机的媒介。

这样说并不是要以任何方式攻击蜘蛛基金（SPDRs，标准普尔指数存托凭证，跟踪标准普尔 500 指数）。我多年来一直承认我很尊重它们设计上的创新，它们的低运营成本和对指数的完美跟踪，以及它们的税收效率，这种情况下投资者实际上只需要对自己的税收负责。我相信，由最好的标准普尔 500 指数基金提供的服务、便利性和低成本，伴以不收取经纪佣金，将使它们成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为长期投资者的最佳选择。当然，税收问题（对应税投资者来说）仍然存在，或许一些长期投资者偏向于通过当今的传统指数基金所创造的类似蜘蛛的基金来持有传统指数基金。这种可能性不会令投资者感到惊奇或感兴趣。无论如何，我不希望指数共同基金的强劲增长过程有任何中断，它目前代表了权益基金现金流的几乎 40%。

蜘蛛基金的实时定价，从另一方面，使其就目前来说成为短期投机者的首选，即使考虑经纪佣金也是很值得的。市场支持了这一论断：我们的指数基金投资者换手率为 10%，蜘蛛基金股票 1999 年的年均换手率为 1 800%，大约是纽约股票交易所普通股票 80%换手率的 22 倍。在如今的股市当中，一般股票的持有期是 456 天（对长期投资者来说不值一提），然而蜘蛛基金平均持有期是 20 天。还不到 3 个星期！相对于不断发展的交易所交易基金，蜘蛛基金投资者是一种典范。投资于纳斯达克 100 指数的投资者，其“QQQ”的年均换手率为 7 800%，平均持有期只有 4 天！长期投资者在投资一个项目之前或许会对特殊警告进行考虑——无论多廉价，不管其跟踪指数有多成功，也不考虑潜在的长期税收效率——在那些多数投资者仅停留 4 天的项目中。

当然，交易所交易基金的发展已经远远超出蜘蛛基金和 QQQ。它包括 17 种跟踪全球指数的 WEBS（费用率较高——高于 1%的范围），而且很快将有 51 种新的交易所交易基金成为 iShares（成本尚未公布）加入进来，提供了国内外市场的更多选择。但是这些新的交易所交易基金的设计，其意图直接针对 1975 年的先锋指数共同基金。我们的意图是创造一种服务于长期投资者的投资，购买并且持有，做了解一件大事的刺猬，而不做知道很多事情的狐狸，将简单性而非复杂性引入投资领域。交易所交易基金的意图似乎是要创造一种用于出售的产品，一种如果一切进展良好将有效服务于投机者的产品，但无论是否进展良好都服务于发起者的产品。实际上，一位著名的交易所交易基金发起人最近说过：“品牌一直存在于消费产品领域。我们要使投资者像购买他们的牙膏品牌那样购买我们的品牌。”这是一种观点，但不是我的。我相信，在设计一种用于出售的产品和创造一种用于服务的投资之间有着很重要的差别。

积极管理者和指数

去年 1 月，我提出“积极管理者获胜，谁失败?”也就是这篇演讲的题目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，我认为一年内，共同基金总体上在经历了连续 5 年失宠后，最终将战胜标准普尔 500 指数。在 1994～1998 年期间，基金总体上比标准普尔 500 指数落后非常惊人的 75 个百分点（119%对 194%）。而且，我深信金融市场最终将回归到均值，因此，我认为小盘股很快会再次上涨。我很清楚地知道，尽管标准普尔 500 指数 100%投资于大盘股，基金行业一般目的股票基金中大概有一半是大盘基金（规模较小），另一半是中小盘基金。这种分布决定了在非标准普尔股票业绩较好时基金总体上的优越性。

当这一年快要结束时，我的猜测正逐渐被印证。非标准普尔股票涨了 22%，而标准普尔 500 指数只涨了 16%。总体来说，基金获得了 18%的回报——比指数高 2 个百分点。指数在一季度占优势，但基金在二季度胜出，正如《Indexes》杂志的标题所说："人咬狗！职业选手战胜了指数。"基金在三季度依然领先，《纽约时报》（更公允些）标题新闻称为是"股票选择的一次小小胜利。"如果今年结束时标准普尔 500 指数依然落后，那么我们可以想见在 2000 年将会有更多戏剧化的标题新闻。

因此，至少目前来说形势已经稍稍转向了积极的基金经理，我们这些指数化投资者对此必须有理性的反应。我们以最基本的开始：事实上指数化投资者始终是胜方。也就是说，在任何金融市场——任何金融市场的任何部分——市场中所有证券都以低成本拥有的指数化投资者一定会比市场中其他投资者总体上获得更高的回报，这仅仅是因为积极投资者的成本——佣金、手续费和税收——相当高。成本很重要。成本从来就很重要。这也就是积极管理者总的来说从来不会获胜的原因。

所以，"积极管理者获胜，谁失败"这个问题的答案就是：其他积极管理者。或许是太过积极的管理者，或者不太积极的管理者，再或者是没有包括在数据库中的管理者。但是，简单的数据就是简单，看起来有些年份积极管理者获胜了。共同基金的历史实际上也显示，基金总体来说，在 1991～1993 年、1977～1982 年（我们的指数基金刚刚诞生之后）和 1965～1968 年（投机时期）的确战胜了标准普尔 500 指数。但是数据所能说明的并不只有这些——尤其是从长期来看。我来给出几个例子。

- 首先，标准普尔 500 指数用来和多样化且不断创新的共同基金行业比较，是个错误的指数。为什么用一个 100%由大盘股构成的指数与普通基金作比较？基金行业中大盘基金在所有基金中的份额已经由 15 年前的 75%缩减至如今的 44%。
- 第二，"选择性偏差"歪曲了基金行业的回报。许多共同基金的记录大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多是基于猜测；还有的其记录将有效记录和无效记录一同计算入行业数据中。最糟糕的是孵化基金，这种基金要涨就涨得很高，要跌就跌出数据库范围。但是那些仍维持在记录中的，其中也包括许多由很小规模资产发展成目前主流基金的，它们获得了相当高的回报，然后逐渐回归到均值，然后逐渐趋于一般甚至更差。但是他们长期的记录被认为是不应被批评的。货物一经售出概不退换！

- 第三，"幸存偏差"在基金行业的记录中有着重要的作用。幸存下来的并不能代表全部共同基金，基金失败的范围是惊人的。比如，在 30 年前仍存在的 355 种权益基金中，186 种——多于 1/3！——已经消失得无影无踪。甚至在过去 15 年共同基金的繁荣时期，454 种基金中的 70 种已经消失。学术界的分析家，比如普林斯顿的伯顿·马尔基尔和南加州大学的马克·卡尔哈特，估计幸存偏差的范围从 1982～1991 年的年均 1.4 个百分点到 1976～1991 年的 4.2 个百分点。很显然，如此众多基金的消失——当然主要是业绩最差的——严重夸大了行业的长期平均业绩。
- 第四，在公布的业绩数据中普遍忽视了前端销售费用。结果，一般共同基金投资者的回报不可避免的落后于一般共同基金公布的回报。结果是，在典型持有期内分期实现的回报缩减，可能会将公布的回报数据降低 1 个百分点。
- 第五，非常令人吃惊的，基金的相互比较——再一次，几乎普遍——忽视了税收。积极管理的共同基金是税收无效的，然而市场指数基金却是高度税收有效的，主要限于对红利收入征税的。在过去 15 年市场高度繁荣时期，由于税收而导致的积极管理基金的回报缩减大约是每年 1.8 个百分点。

因此，在评价基金行业和股票市场的回报比较结果时应做些什么呢？我们有很多复杂的统计工作要做（我已经做了我应该做的），但是还有一些简单的和明显的可以做的事情。这里先说三个：

- 当比较普通共同基金和市场的业绩时，避免使用标准普尔 500 指数而使用威尔希尔 5 000 综合指数。将中小盘股票考虑进来，我们可以得到一个比较公正的长期比较结果。实际上，普通价值型和增值型权益基金和这个指数的相关性系数（R^2）在过去 15 年达到 0.998。在这段时期，存活基金平均的年回报率为 14.4%，而威尔希尔 5 000 指数为 16.9%。将这 2.5%的差距进行调整，考虑销售费用（0.5%）和幸存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏差（至少1%）的影响，以及税收因素造成的另外2.7个百分点，导致基金平均年回报率对应税投资者来说是11.1%；综合市场指数基金回报（也考虑成本和税收）为15.8%。累积基金回报：384%。累积指数基金回报：804%①。这里不需要进一步的评论。

- 当使用标准普尔500指数作为比较对象时，尽量将比较限制在具有大盘特点的基金范围内（或者，更好地，晨星的933种“大盘混合”基金，包括大盘增值型和大盘价值型股票）。是的，你依然可以发现一些积极管理者喜欢或不喜欢的短期差异。比如，积极管理基金目前持有低于市场权重的微软、通用和可口可乐股票头寸。但是长期来说，尽管应对销售费用和税收作出调整，这种比较应该是公平的；幸存偏差在大盘基金中不是很重要。
- 当使用罗素2 000或2 500指数作为中小盘基金的比较对象时，一定要考虑幸存偏差的影响，因为这种情况下它非常重要。晨星公司最近估计小盘基金在1992～1996年5年期间，幸存偏差为每年1.1%。结果是：尽管小盘混合基金——过去10年的年均回报率为10.3%，罗素2 000指数为10.9%——似乎很有竞争力，但是如果我们考虑1.5个百分点的幸存偏差，0.6个百分点的差距将扩大到2.1个百分点，与我们基于成本的预期差不多。当我们考虑另外1个百分点的销售费用和或许两个百分点的税收因素时，这一差距将继续扩大。

当积极管理者似乎要取胜那一天来临时，要记得这只不过是因为数据——远远超出即使最有远见的指数化投资先驱25年前能够想象的——未能提供纠正了统计错误后的积极管理者的业绩。比如忽视幸存偏差、销售费用和税收，或者忽视数据异常，其中最主要的是基于基金数量而不是基金资产计算基金回报。

回顾

因此，指数化投资者们，坚定信念：积极管理者整体上来说从来就没有赢过。当我们开始纪念指数共同基金诞生25周年时，面对如今大量数据，我们不要忘记这个不变的事实——历史是错误的。正如彼得·伯恩斯坦在其著

① 对延迟纳税投资者，各自的回报为：积极管理基金每年12.9%，累积517%；指数基金每年16.7%，累积914%。

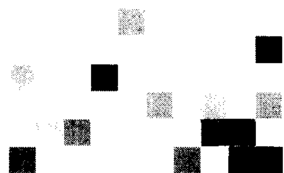
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

作《资本观念》中告诉我们的，1908 年法国经济学家路易斯·巴舍利耶在其论文中提出了一个明确的残酷的事实："投机结果的数学期望是零。"然而，巴舍利耶忽视了投资成本，被市场上众多赌台管理者攫取的收益。考虑这些成本后，正如我最近也就是去年夏天在《纽约时报》评论版文章中所说的："在股票市场这个赌场中，最后获胜的是赌台管理者。"在解释 20 世纪 40 年代一本书的题目时，我曾问道："投资者的私人客机在哪里？"到底在哪里？

诺贝尔奖获得者保罗·萨缪尔森曾说，他对指数化投资理论的观点是，"在认为它很显而易见（几乎是很空洞）和认为它相当笼统之间摇摆。"当然，两种说法都是对奥卡姆的威廉的古老智慧的进一步证明。1330 年，他提出了一条后来被称为奥卡姆剃刀的定律，本质上是说，"当对一个复杂问题有多种解决方法时，选择最简单的那个。"是的，投资成功的秘诀正是显而易见的：干草堆无论什么时候都比一根针要好。无论积极管理者和市场指数比较的数据能说明什么，我们最好不要忽视了这个不变的事实。就像奥利弗·温德尔·霍尔姆斯所说："我们需要在显而易见的事情上进行教育，而不是探索模糊不清的东西。"我希望今晚我的讲话能够进一步强化这种智慧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 选择权益共同基金



为什么选择某个赢家实际上是不可能的，而选择某类赢家是容易的？

20世纪90年代应该做些什么呢？

《投资组合管理》杂志1992年冬

投资管理领域充满着脆弱性和不可靠，在这一领域，今天的仔细和理性的基金选择通常在明天就变成一种尴尬。我非常明确地认为，很少有组合经理人敢相信有简单的获得突出业绩的方法，也很少有财务顾问或明智的投资者敢相信这种业绩上的突出可以连续不断地事先加以识别。

本文对我所认为的奇特的投资悖论加以讨论：挑选“某个赢家”是多么困难。我想用下面的方式来提出我的观察逻辑：

（1）对于权益基金业绩随机性的研究发现，用过去的业绩作为标准，事先挑选某个赢家是多么困难。

（2）对真实世界由一个智能的和谨慎的基金选择系统所得出的实际结果的长期研究。

（3）根据研究结果，提出一个简单的拥有某类赢家，保证从不拥有输家的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

（4）对于在“信息爆炸”时代出现的有关当今共同基金的衡量过去业绩方法的评价。

（5）股市在 20 世纪 90 年代这 10 年内回报的“理性预期”理论的概述，以及对于权益基金选择的建议。

为何选择某个赢家是如此困难？

我们从一个假设开始：某个权益共同基金昨天所获得的相对回报对明天来说实际上没有任何实质上的预测价值。尽管投资者可能会认为这是正确的，但是这个假定必须经受基金业绩试验的仔细验证。分析过程的基本（不一定是最合适的）模式是这样的：计算所有权益基金过去的真实业绩，选择出每个时期位于前 20 名的基金，然后记录它们实际上已经获得的未来回报。我们的数据既包括短期，也包括长期分析。

首先，我们考察头一年的“冠军”在接下来的年份中的表现如何。为了将某个单一年份的随机性减小到最低，我们对过去 10 年中每一年的基金排序都作了比较（也就是说，1980 年的前 20 名共同基金在 1981 年的排名，依此类推直到 1989 年的前 20 名在 1990 年的排名）。为简单起见，我们再将各个时期的结果加以平均，结果如表 8-1 所示。结论如下：

（1）一只顶级基金头一年的业绩和它在下一年的排名没有系统性关联。

（2）头一年具有代表性的前 20 名基金获得了非凡的高达 45.5%的回报率——几乎是所有权益基金平均回报率 15.5%的 3 倍。但在第二年，回报率降至 14.6%，虽然仍高于 11.5%的平均值，但是只高出 3.1 个百分点。

（3）在给定年份排名在前 20 的基金，在第二年平均排名 249（总数为 554）。（将其描述为“向均值回归”是合适的。）

在长期，这三个基本结论再次得到印证，如表 8-1 所示。在 10 年期的研究中（1971～1980 年和 1981～1990 年），排名更加没什么意义，在头 10 年里前 20 名排名中等的基金年均回报率比均值高出 8.6 个百分点（19.0%比 10.4%），但是在第二个 10 年里则落后于均值 0.6 个百分点（11.1%比 11.7%）。这里有一些非常戏剧化的特殊结果：

（1）头 10 年里排名前 20 的基金在后 10 年里的平均排名降至 137（总数为 309）。

（2）头 10 年里排名前 20 的基金中只有两个在后 10 年中仍在前 20 中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何机构费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）头 10 年排名第 4 的基金在后 10 年的排名在最后。

简单来说，即使我们从 10 年期的角度来考察问题，似乎投资于过去的赢家，如果完全根据最高的相对回报这一标准，对于选择未来的赢家没有什么重要价值。

表 8-1　前 20 种权益基金排名顺序①

	第一年排名	一年后											10 年期排名	
		1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	平均	1970～1980	1980～1990
	1	302	1	125	405	179	7	2	23	13	15	107	1	176
	2	314	145	263	NA	316	391	43	757	443	814	387	2	126
	3	58	31	317	416	306	1	5	132	136	124	153	3	186
	4	318	55	228	183	230	33	297	647	811	494	330	4	309
	5	223	264	269	19	235	34	84	316	364	723	253	5	136
	6	299	330	46	39	96	28	272	609	37	783	254	6	20
	7	319	85	72	124	99	14	24	749	64	109	166	7	298
	8	78	308	148	298	NA	406	256	726	291	747	362	8	35
	9	329	89	203	34	305	23	113	199	721	802	282	9	119
	10	242	175	277	233	229	27	3	335	824	516	286	10	1
	11	15	204	14	113	415	500	134	411	352	612	277	11	242
	12	296	11	101	164	239	48	60	341	537	829	263	12	239
	13	282	100	169	145	278	17	52	532	436	427	244	13	161
	14	203	9	40	348	257	24	384	127	54	165	161	14	78
	15	117	83	223	127	138	400	377	224	159	699	255	15	21
	16	322	124	210	398	390	19	159	701	366	14	270	16	36
	17	287	225	230	107	399	40	94	187	401	330	230	17	259
	18	327	284	67	252	134	268	120	577	722	162	291	18	60
	19	230	302	59	235	109	75	345	176	198	579	231	19	172
	20	57	134	172	14	410	47	15	33	470	421	177	20	57
前 20 名基金平均回报率(%)	45.5	−8.2	28.9	22.6	−1.8	25.5	37.3	13.8	13.5	24.7	−10.2	14.6	19.0	11.1
所有基金(%)	15.5	−1.3	25.0	20.2	−2.1	27.2	13.4	0.5	14.4	24.0	−6.3	11.5	10.4	11.7
基金数目	500	330	340	372	420	466	552	639	763	825	829	554	177	309

① 行业和期权收入型基金除外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

现实世界基金选择的复杂检验

针对这些非常简单的检验方法有很多批评。因此，我们提出一个更加复杂的检验方法。我们不是简单挑出业绩最高的，而是认真选业绩最好的，选择中对他们至少 10 年期间的总体回报率、他们在牛市和熊市两种情形下的相对业绩以及过去至少 7 年期间组合管理的连贯性加以考虑。

我所说的也就是福布斯的“红榜”。这是一个不寻常的有判断力的和公平的权益基金选择系统，福布斯自从 1973 年以来约 20 年的时间里每年都连续提供这种排名。

这份红榜既包括规模大的也包括规模较小的基金，既包括知名的也包括不太引人注目的基金。曾经，诸如富达麦哲伦基金、美国投资公司基金、富兰克林坦伯顿成长基金、20 世纪成长基金、先锋温莎基金等著名的基金使这份榜单大为增色（尽管此刻没有一个是这样）。然而，不出名的基金——比如，Axe Houghton “B”、Central Securities、Castle Convertible、Philadelphia 和 Union Income——也几乎没有被忽视。因此，我们具备了一个多样化的基金组合、一个有判断力的选择系统和一个较长的评估期。

我们建议通过创造一个假定的共同基金投资者来对榜单进行历史测试，当每年福布斯发布其榜单时，这名投资者都会对其进行研究。他购买（或持有）相同数额榜单上的各种基金，而当某个基金落榜时就除去它。这样一种方法可以避免回测方法（也就是说，不断改动数字使其最终产生我们想要的结果，或者，像这句话所说，“对数据进行各种拷问直到它们坦白为止”）所无法避免的误差。我们首先检验，红榜是否能够选出一组基金能够获得相对其他可比基金更好的回报；然后，再检验这一选择是否能够获得比股市整体更高的回报。

至于第一个问题——备选基金和全部基金——红榜基金获得的总体回报为 605%，而一般权益基金平均为 566%（参见表 8-2）。红榜基金的年回报率为 12.2%，权益基金平均为 11.8%。我注意到，这点相对优势通过各自 1979 年的相对回报率（40%对 29%）表现得更为明显。排除这一年，结果是：红榜基金回报率为 10.6%，权益基金平均为 10.8%。因此，我认为这局较量是平局才公平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-2　权益基金红榜

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	累计
不考虑销售佣金福布斯红榜基金①	−25.2	23.6	24.7	5.9	6.9	40.4	34.7	−4.7	23.5	23.8	−4.7	27.5	12.1	2.0	14.9	28.4	−4.5	604.8
一般权益基金	−25.3	32.3	24.5	1.3	11.1	28.7	33.5	−1.3	25.0	20.2	−2.1	27.2	13.4	0.5	14.4	24.0	−6.3	565.6
考虑销售佣金福布斯红榜基金①	−28.9	23.6	23.6	5.3	4.9	38.8	30.4	−5.8	21.6	20.5	−6.9	27.4	10.6	1.4	14.9	26.2	−6.7	439.7
威尔希尔5 000指数	−28.4	38.5	26.6	−2.6	9.3	25.6	33.7	−3.7	18.7	23.5	3.1	32.6	16.1	2.3	17.9	29.2	−6.2	633.4

① 业绩数据排除环球基金和平衡型基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

然而，这项检验夸大了红榜基金和平均权益基金的结果，因为在两种情形下，我们都没有考虑对销售佣金作出调整。在后一种情形下，仅仅是数据无法获得。然而在前一种情形下，当每一种非免佣基金上榜时计算其前端销售佣金，相对来说太简单了。我们在下一个例子中对此加以准确说明，然后将我们的结果和美国股市整体情况相比较（以威尔希尔 5 000 指数来衡量）。现在，关系发生了变化。正如你在表 8-2 中所看到的，当我们将现实中的销售佣金考虑进来时，红榜基金的回报率降至 440%（年回报率 10.4%）。股市的整体回报率——以威尔希尔 5 000 指数衡量——为 633%，平均年回报率为 12.4%。每年 2 个百分点的差距代表了具有统计显著性的超额回报。（我认为威尔希尔指数对多样化的共同基金行业，相对更加传统的标准普尔 500 综合指数来说，是一个更好的比较标准。根据历史记录，标准普尔 500 指数在考察期平均的年回报率为 12.2%。）

现在假设这样一种市场基金——遵从“被动”投资策略——在 1973 年已经出现。（实际上，标准普尔 500 指数共同基金直到 1976 年才诞生，这样假设是为了更容易与威尔希尔 5 000 指数相匹配。）这些基金是免佣的，因此不必对销售佣金作出调整，不过我们需要从市场回报率中减去约为 0.2%的年度费用（这类基金的现行费率）来代替运营成本。现在，我们可以计算出，天真的（如果是聪明的）投资者将可以获得净年回报率 12.2%，而红榜基金为 10.4%（去除 1979 年影响后分别为 11.6%和 8.9%，但是可能现在我有些过分扭曲数据了）。

在 1973～1990 年期间，这一年度回报率的差距已经导致最终投资价值的显著增加，正如以下 1973 年 12 月 31 日 10 000 美元投资在两种情形下的增长所显示的：

	总价值（1990 年 12 月 31 日）
红榜基金	$ 53 800
整体股市	70 700

我确信现在你可以看出这篇文章题目的基本原理了：努力选择某些优胜者，至少在这个例子中，被证明其意义远远小于选择一类优胜者。这一结论完全出于这样的现实：共同基金投资中所包含的销售佣金、咨询费用和组合周转成本，不可避免地会使积极管理的投资作为一个整体逊于市场的总体表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择某类赢家的简单策略

我选择“不可避免”这个词是因为被动的市场投资策略，在任何情况下，无论过去还是未来，都将超越所有基金策略总体上的组合结果，这实际上是不可避免的。我来给大家看一些简单的推论：

（1）如果被动的权益基金经理人能够获得等同于整体市场的回报（这已经被一再地证明他们的确能够做到），那么从逻辑上来说紧接着的就是，积极管理的经理人——也就是，所有其他机构和个人投资者——必定也可以获得等同于市场的回报。比如说，在一个总体回报率为 10%的市场中，被动的经理人将获得 10%的毛收益率；逻辑上积极的经理人——市场中的其余人——必定可以分割剩下的 10%的毛收益率。

（2）如果被动的经理人以低于积极的经理人的成本运营，那么从逻辑上来说他们因此一定可以获得较高的净收益率。被动的经理人以远低于积极的经理人的成本运营是无可争辩的事实——因为其非常低的组合换手率——导致较低的交易成本。结论不言自明。

就如数学家经常说的：谨此作答。

这一论断有什么问题吗？答案是“什么都没有。”除非有人提出非常牵强的论断比如被动经理人一定程度上没有很好地跟踪目标指数，或者他们的电脑突然出现了病毒。不考虑投资的所有其他不确定性，被动的权益投资策略已经，将会，而且一定会在整体上超越积极的权益投资策略。

如果没有什么问题，我则要说，至少有 3 点看起来是有问题的。

（1）当市场的某些子集获得与总体市场不同的回报时。最明显的例子就是用标准普尔 500 指数作为市场标准，它实际上只包括大盘权益。标准普尔 500 指数总的来说只代表了市场权重的 75%，而未代表剩下的 25%。它在某些时期（比如 1982～1990 年间）的表现超越了整个市场表现，而在另一些时期（比如 1975～1981 年和 1991 年的前三个季度）的表现则不如市场表现。因此，包含全部的威尔希尔 5 000 指数应该是个较好的标准。

（2）当一个子集的积极的经理人获得比其他子集经理人更好的权益投资回报时。比如，考虑到组合结构的差异性，共同基金很可能时不时地超越市场。在这种情形下，一个或多个其他子集——比如，银行信托账户、养老基金或者个人投资者——必定会较大地低于市场表现。（没有经验证据表明这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

现象会系统发生。）

（3）当积极经理人的回报的衡量方法不可信时。实际上没有任何方法可以精确地衡量个人投资者的回报；养老基金数据的粗糙早已是声名狼藉；而且我们所说的“一般综合市场权益共同基金”并未按照基金规模加权。按资产加权的回报——再考虑一般权益基金的现今储备头寸进行调整——应该是个更精确的标准。

尽管有这些告诫，过去的记录还是证实了前面提出的有关被动/积极的论证。这个观点至少是暗示地被许多大的养老基金所接受，他们已经承诺约3 000亿美元按照这一概念投资。为什么共同基金领域没有类似的认可呢？再次地，我提出3个原因。

（1）指数化无疑是反直觉的。（“你的意思是不加管理比专业管理更好？”）大概很少有共同基金投资者有耐心不辞辛苦地去证明我的推论。

（2）指数化投资账户对投资顾问来说远没有积极管理的账户那样有利可图。期望一个能够获得50～100个基本点咨询费用的积极经理人，至少是以相当的热情，以1～5个基本点的咨询费用来提供指数基金，这种想法是很肤浅的。

（3）“希望永存。”一些投资者谨慎地选择基金从而超越市场；一些作出非常幸运的选择也达到了同样的目的。但总的来说，这些投资者总体上不可避免地将成为少数。

通过分析和判断　识别未来赢家

我强调“积极/被动”的问题并不是要贬低那些优秀的投资经理人的技术。尽管受到费用和交易成本的影响，他们还是成功地设计出了在长期内能够获得高于市场整体水平净回报率的组合。问题是这些优秀的组合是否能预先被系统地识别出来，它们总是能够获得相对被动投资更高的超额回报——即总是赢家。

如果（我强调“如果”）存在一种系统方法可以识别权益基金的优胜者，相对通过被动投资技术轻易就能得到的优胜者，它能获得更高的回报，那么它一定存在于如今这个微型电脑的新时代，信息大爆炸使共同基金投资者能很容易得到各类信息。实际上，投资者有自己的方法去影响投资分析，通常是通过各种分析有关共同基金统计数据的金融出版物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或许没有一种出版物比“晨星共同基金”更有影响力，这是晨星公司所创造的一个非常有影响力的概念。它是聪明的投资者可以而且必须获取的最重要的信息，通过它投资者可以应用自己的判断最终作出他们的选择。问题自然是“这种方法是否奏效?”它是否能使共同基金投资者获得更高的风险调整后收益？这正是我接下来要说的问题。

我建议通过研究晨星的星级评价方法的结果来衡量其统计汇编的有效性。在这一系统中，根据基金在不同时期的总体风险调整后收益，每种权益共同基金都被赋予一个从一星到五星的总体评级。(风险指基金业绩逊于美国国库券的累积月份，除以这一时期的总月份数。) 全部权益基金的前 10%为五星(最高)，后 10%为一星（最低)。剩下 80%的基金按如下规则进行评级：前 22.5%，四星（高于均值)；前 35%，三星（中等)；后 22.5%，二星（低于均值)。

由于晨星系统在 5 年前才第一次公布，所以尚没有对其星级评价方法预测价值的明确结论。而且，作为初步检验，我们将考察期初的五星和一星基金在过去 3 年（1988 年 7 月 31 日～1991 年 7 月 31 日）的评级作比较。结果如下：

种类	平均期初评级	平均结果评级
五星基金	5.0	2.8
一星基金	1.0	1.9

简单说，在这个初步检验中，出现了显著的（如果不是很惊人的话）向均值的回归，五星基金平均来说降至三星以下（中间 35%)，一星基金则向二星靠近。这两个结果结合起来表明了这一系统在预测价值上的适当的有用性，主要是因为起先表现较差的在后来仍然维持在中等以下。(很有意思的一个间接说明：在最初 46 个一星基金中，有 9 个在接下来的 3 年中消失或被兼并。)

在进一步分析的基础上，我们可以得出结论，晨星系统一定程度上好于基于猜测的评价。回顾数据，起初 57 个五星基金中的 22 个是有着国际投资组合的共同基金。这类基金在良好的投资环境中大受追捧，而之后则默默无闻。与一系列主要是美国投资组合的基金相比，它们在 1989～1991 年间的衰落还是有些让人吃惊的。

如果我们仅仅考虑美国的基金组合，截至 1991 年 7 月 31 日的 3 年内其平均评级为 3.3 星，显著高于上表所示的平均值 2.8 星。(我相信，如果这一星级评价系统在为基金评级时是根据相对来说有可比标准的基金的回报——也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

就是，国际化、增值度、收入和小公司——这一系统对投资者将会更加有用。）初步的结论就是，晨星系统提供了一些在选择业绩较好基金和避免选择业绩较差基金时的一些依据。即使这些预测上的附加价值不会随时间而物化，无疑是晨星对很多有关每种考虑中基金的相关信息的一个主要来源。

这些信息包括，比如，对于基金目标和政策的描述；过去的业绩，包括它在不同时期的连续性；对于基金过去所设定的风险程度的细致衡量；红利记录；现有组合成分（根据资产种类、部门和主要权益头寸）；组合统计数据（市盈率、收益增长率、杠杆率、市值等）；组合经理人的姓名和任期；最后——并非不重要——在获得和持有基金份额时所发生的成本（销售佣金，如果有的话，还有费用率）。简单说，这种新服务使投资者能够懂得他们所选基金的投资特征，它或许是最好的礼物。

对于 20 世纪 90 年代的建议

20 世纪 80 年代，以其高额绝对回报率来说，事实上几乎所有的权益共同基金都是赢家。（标准普尔 500 指数的年复合回报率为 17.5%。）在这样一个健康的环境中，基金股东可能对于一些不太严重的相对的落后不会太注意。然而，同样还是这些股东，在面临回报可能较少的未来市场环境时，将如何评价其投资结果呢？

特别地，投资者如何认同支付高额费用率（权益基金平均的费用率为 1.4%）或者由投资组合周转所带来的高额交易成本呢（权益基金平均为 88%）？如果我们将销售价格（适用的情况下）、费用和交易成本通通考虑进来，那么基金的平均成本将为每年大约 2.5%。如此之高的成本将是我们在 20 世纪 80 年代所得年市场回报率 17.5%的 1/7，是权益在现代历史上（1926～1990 年）的回报率 10%的 1/4。

因此，第五个也是最后一个问题：我们可以期望 20 世纪 90 年代权益市场的回报率是多少？愿意花功夫推理验证以下 3 个基本因素的投资者将可以建立一个较窄的期望区间①。

- 进行初始投资时的红利率
- 考察期的收益增长率

① 初始市盈率＝15.5x；最终市盈率分别为 18x，12x 和 14x。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 考察期市盈率的变化

在第一个因素的问题上我们可以很快达成共识：当我们在20世纪90年代进入普通股市场时，收益率为3.1%。现在我们来看第二个，我已经把一些期望区间列入了表8-3之中。首先看收益增长率，悲观者可能会认为20世纪90年代的收益增长率为4%，乐观者可能是10%。将这些收益增长率和初始收益率3.1%相结合，其他条件相同情况下，可以得到年回报率位于7.1%～13.1%的区间。

表8-3 股票收益矩阵（初始收益率：3.1%），10年期预期总回报

最终市盈率	收益增长率			
	4%	6%	8%	10%
6.0x	−1.7	0.0	+1.8	+3.6
10.0x	+3.1	+4.9	+6.8	+8.7
14.0x	+6.4	+8.3	+10.3	+12.2
18.0x	+8.6	+10.6	+12.6	+14.6

至于第三个因素，20世纪90年代初市场的市盈率为15.5倍。如果在20世纪90年代末仍然维持这一比例，权益的回报率将会落入我们设定的每年7%～13%的区间内。市盈率每变化一个点，10年期间的年回报率将增加或减少0.6%。更准确地说，如果你认为1999年市盈率为18，那么在基础回报率上增加1.5%，如果你认为是12，那么减少2.5%，依此类推。因此，如表8-4所示，20世纪90年代理论上权益的年回报率将是14.6%（高收益增长率、高市盈率）～4.6%（低收益增长率、低市盈率）。

表8-4 股票回报的构成

		20世纪90年代（预期①）		
	20世纪80年代	最佳状况	最差状况	最高概率
初始收益率	+5.2	+3.1	+3.1	+3.1
收益增长率	+4.5	+10.0	+4.0	+8.0
市盈率影响	+7.8	+1.5	−2.5	−1.0
总回报率	+17.5	+14.6	+4.6	+10.1

① 初始市盈率=15.5x；最终市盈率分别为18x，12x和14x。

投资者可以随意作出自己的假设。但是在这样做的时候必须考虑这个理性预期矩阵。我们不需要浪费时间来争论抽象的股市回报。相反，我们应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将目前的收益率作为起点，然后来讨论余下两个因素：收益增长率这个“基本面”因素，1999 年最终的收益如何以及市场最终对于这些收益适用哪个乘数这个“技术面”因素。（在这个因素中有很大的情感成分——更不用说还有很大利率成分。）

结尾我们将估计 20 世纪 90 年代相对于 80 年代“黄金的 10 年”可能获得的回报。表 8-4 也提供了这些数据①。市场在 20 世纪 80 年代的惊人回报主要不是基于良好的收益增长率，而是较高的期初收益率（5.2%），市盈率从 7.3 到 15.5 的翻番使年均回报率增加了 7.8%——几乎是总回报率 17.5%的一半。

简单说，1989 年末 3.1%的初始收益率与 1979 年末的 5.2%相比，20 世纪 90 年代的年均回报率因此将减少 2%。如果要重现 20 世纪 80 年代市盈率对回报率造成的 8%的影响，则市盈率需要再翻一番，达到前所未有的 33 倍。或许最为现实的可能是市盈率降低 2 点至更为中等的水平 14 倍，收益增长率为 8%。（过去 30 年复合收益增长率为 6.5%，因此这一假设还是有些激进的。）在这些条件下，20 世纪 90 年代权益的年均回报率将平均为 10%，与长期的历史标准接近。

结论

我选择通过回答本文之前提出的问题来做结尾：

（1）选择某个最佳基金实际上是不可能的，因为依赖于过去的业绩没有任何明显的帮助。

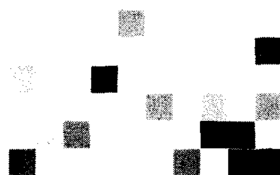
（2）选择某种最佳基金由于选择被动的综合市场指数基金或者专注于深入研究和细致分析而变得容易。

（3）如果 20 世纪 90 年代能够获得稍低于 80 年代的年均回报率，明智的投资者不能够忽视多数积极管理基金的高额成本负担，而且应该对指数基金的至少是权益持有的核心部分进行考察。

① 尽管有些局限，标准普尔 500 指数在这里的分析中仍然被看作是整体股市的代表，因为它是惟一的长期历史数据的可信来源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 第三共同基金行业



为什么投资者要持有债券基金?

债券基金选择的5个原则

对债券基金投资者的5个警告

会议纪要

美国个人投资者协会

芝加哥，伊利诺伊

1992年6月12日

很少有哪个星期不发生几件有关权益型共同基金及其投资组合经理人的新闻。我们不能避免得知像彼得·林奇和最近莫里斯·史密斯退休这类事件，他们两人在管理麦哲伦基金方面的工作卓有成效。报纸和杂志经常大量刊登有关那些常吹嘘自己有预见性的经理人的故事，对他们选择的权益加以评论，进一步预测股市走向。

至少每个季度，《商业周刊》、《华尔街日报》以及《巴伦周刊》都会选出业绩最好的权益型基金（至少在上个季度如此，但有时为公平起见，以一年或更长时间为准)，而其经理人也因此而名声大噪。《金钱》月刊则每月都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

作一次这样的评选。几乎每种金融出版物都会有自己的年度业绩概览。（有趣的是，焦点都是那些赢家，而几乎从来没有谈到过那些失败者。）

权益型基金诞生于 1924 年，我们可以将这一资产类别称作第一共同基金产业。拥有 5 750 亿美元资产的货币市场基金作为共同基金产业中最大的组成部分，无疑应作为第二共同基金产业。它们诞生于 20 世纪 70 年代中期，将共同基金的范围扩展到不仅包括投资者还包括储蓄者。

现在，我认为存在第三共同基金产业，那就是债券型共同基金产业。尽管这部分共同基金相对来说很少吸引公众注意，其投资组合经理人几乎从未被媒体奉为名人，甚至很少被特别加以注意，但是债券型基金的增长却是共同基金广受欢迎的不可忽视的因素之一。实际上，目前债券型基金拥有资产 4 400亿美元，仍远超过权益基金 4 300 亿美元的规模，就如同 1984 年以来一样，尽管考虑到权益价格的上涨。

• 债券型基金 25 年前资产规模仅有 30 亿美元，占长期共同基金总资产的 7%。而今这一比例达到 51%。

• 在 1967～1992 年期间，债券型基金资产规模以 22%的年复合增长率扩张。而权益型基金资产的增长率为 10%，不到债券型基金增长率的一半，而且实际上，也低于权益市场能够达到的总体回报率。

所以，借用《推销员之死》中的一句话来说，“必须加以注意了”。今天我必须对债券型基金加以关注。我识别自己正在冒的风险的方法不是讨论权益型基金，讨论他们的业绩和组合经理人，而是当我试图提出某些关于由债券型基金组成的第三共同基金产业的具有刺激性的想法时，我认为冒这些风险是值得的。

股票型基金种类的多样化相比债券型基金显得苍白无力，这一点看起来似乎有些矛盾。股票型基金大致由 3 种投资对象的组合构成（成长型、价值型和平衡型），且着眼于 3 种市场资产化水平中的某一种（大盘、中盘和小盘）[①]，一共 9 类。而债券型基金则有 21 类，3 种到期期限（短期、中期和长期）以及 7 种明显不同的投资对象（美国国债、投资级公司债券、中级公司债券、垃圾债券、投资级市政债券、高收益市政债券和全球债券）（见表 9-1）。尽管并非所有这 21 类形成的表格都能填满，但是我们可以“强制”将某些类型的基金（如联邦抵押贷款协会债券基金和可调利率抵押基金）归入表格中。无论如何，21 类对债券基金来说都是个不错的估计。

① 这些是新晨星权益共同基金系统所采用的基本划分。国际和行业进一步的划分是很重要的次范畴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-1　固定收入基金产业，1992 年 4 月（10 亿美元）

	美国国债	投资级公司债券	中级公司债券	垃圾债券	投资级市政债券	高收益市政债券	全球债券	合计
短期	25.5①	10.2	—	5.1③	4.5	—	23.8	69.1
中期	68.5②	9.1	—	31.5	8.9	—	—	118.8
长期	51.3	16.2	16.0	—	141.4④	19.9	8.1	252.9
合计	$145.3	$35.5	$16.0	$36.6	$154.8	$19.9	$31.9	$440.0

① 包括浮动利率抵押基金：$15.5。

② 包括国民抵押贷款协会债券基金：$64.6。

③ “最优惠利率”基金。

④ 包括已保险（12.6 美元）和州市政债券（74.7 美元）。

资料来源：Strategic Insight。

在我的报告中，我将会讨论以下 3 个主题：第一，究竟为什么要拥有债券型基金；第二，当投资者选择投资何种类型债券型基金时应考虑的 5 个基本原则；第三，5 个关于某些应避免或抱着批判主义态度看待的基金的严重警告。我们首先考虑债券的价值也就是投资时机的问题。

为什么投资债券型基金?

首先，投资者究竟为什么要投资债券呢？历史纪录不是很清楚吗？（1926 年以来）公司债券的长期名义收益率每年仅+5.4%，而股票的平均回报率为+10.4%。（各自的实际收益率经通货膨胀因素调整后会降低 3%。）我认为我们可以忽略这个历史证据——我将它称为“极其可笑”的证据——因为正如当前长期利率水平所预示的，实际上它几乎可以保证，未来债券收益率将远远高于过去的水平。事实上，这些债券在 1926～1981 年期间平均的初始利率大致为+4.9%，而当今的利率为+8.8%，几乎为初始利率的两倍。因此，我相信上述古怪的现象表明，在接下来的十几年，债券相比股票将会为自己创造一个更加受人喜欢的纪录。假设价格收益比在未来十几年仍然维持目前 19 倍的水平，股票将可以获得 9.2%的收益率——2.9%的当前红利率加上 6.3%的预期收益增长率。

即使债券的长期收益率稍低于股票收益率（绝非一定会发生的情况），他们也可以为投资者提供一个有用的资产类别——固定收入证券——可以用来使他们的投资组合多样化。至少，债券可以缓和投资组合的价格波动；至多，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们可以在脆弱的股市发生严重下挫时为投资者提供一个避难所——这对投资者的资本通常是一种伤害。

同时，短期债券目前能够提供相对现金储备较高的收益增值，作为交换，只在本金风险上稍有增加。根据当前陡峭的收益率曲线，3 年期国债的收益率为 5.9%，比国库券 3.8%的收益率高出 2.1%（210 个“基本点”）（见图 9-1 所示）。换句话说，即使利率急剧上升，有着不变的 3 年到期时间的债券将在这 3 年内每年损失 2%的本金价值，但是仍然可以获得相同的净回报率。（利率对称的下降可能大约为 50～50；在这种情况下，债券将获得 8%的年均回报率。）

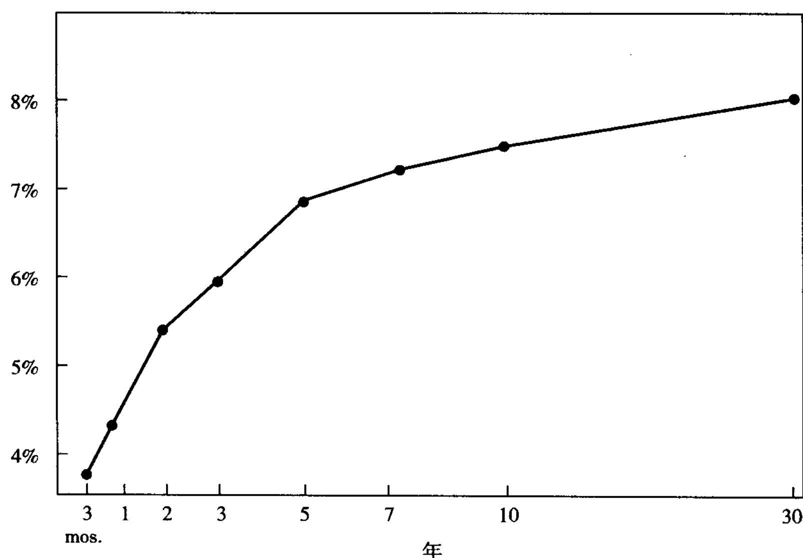


图 9-1　国库券收益率曲线，1992 年 6 月

从债券到债券基金只有一小步。它们的组合管理和股东便利程度与股票基金有着一样高的内在价值。它们维持一个“不变到期时间”，而不是随着到期日的临近而逐渐缩短。而且，很重要的，它们广泛的多样化可以——对投资者没有额外成本——减轻那些只持有一种或几种降级或违约债券的投资者所面临的本金风险，这种风险很容易发生在这些投资者身上。债券基金——至少当“价格是正当的”时候——对谨慎的投资者来说是其投资计划的重要元素。

因此，债券基金的例子，不论对那些追求降低整体组合风险的股票投资者，还是对那些追求增加收入的货币市场投资者来说，都太强了。现在我们来讨论债券基金选择的 5 个基本原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择债券基金的5个基本原则

基本原则1：要认识到债券具有“利率风险”。不仅要考虑本金风险还要考虑利息风险。本金风险随到期时间长度而递增。也就是说，利率上升，价格下降，反之亦然。然而利息风险随到期时间长度而递减。简单说，90天期的国库券没有本金风险，但是有很大的利息风险。（实际上，其年均收益率在过去3年中已经从9.3%降至3.8%！）另一方面，对利息率为8%的30年期国债来说，在30年期开始时投资的每100美元可以获得每年8美元的利息，但是这期间本金价值可能会有20%左右的波动。因此，投资者的任务是考虑短期债券和长期债券，并且平衡本金风险和利息风险。

基本原则2：根据你希望投资的时间长短，考虑利息收益和本金变化对总回报的影响。对于短期投资者来说，利率上升所体现的本金风险将会战胜较低的利息收入；对长期投资者，潜在的本金损失可被高利率所降低，而高利率通常在较长持有期内容易发生。（当前，长期国债8%的收益率和国库券3.8%的收益率的差距是4.2%——420个基本点——过去25年二者平均120个基本点的差距与之相比不值一提。）

例如，如果利率上升200个基本点，25年期国债第一年的总回报率为−10%，如果利率下降相同幅度，则回报率为31%；然而，5年后这两种回报率将会降至6%和11%。11年后差距实际上会逐渐消失，那时利率的上升反而对债券持有者有利。债券到期日，利率上升环境下的平均回报率为9.2%，利率下降环境下为7%。

高利率相对低利率对于投资者来说或许很显然的长期价值非常戏剧化。投资于25年期国债的10 000美元，在利率上升2%的情况下第一年最终价值（包括利息）为9 000美元，如果利率下降2%则价值为13 000美元。然后，两者开始收敛，在第11年二者相等。25年后，当债券最终到期时，这10 000美元投资在上升的利率环境下的价值接近94 000美元，在下降的利率环境中只有55 000美元——价值的差异高达60%！这种逆转在某种意义上，再次验证了一则古老的格言：“凡事有弊则有利。”原因是高利率尽管对价格有短期的负面影响，但是对回报率有着长期的积极影响，因为所获利息收入可以按照更高的（即更有吸引力）收益率进行再投资。

基本原则3：考虑——非常认真地——投资质量。利率风险（记住，离到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期日时间越长，投资组合对于利率变化的短期敏感性越大。）只是债券基金投资者所面临的两大主要风险之一。另一个就是质量风险——某种债券到期时不能实现其特定利息率或偿还本金的风险。按照质量标准，美国国库券是最为安全的债券，垃圾债券是风险最大的。最新的"质量曲线"显示 30 年期美国国债的收益率为 8%，Aa 级债券为 8.7%，Baa 级债券为 9.4%，Ba 级为 9.9%，B（垃圾）级债券为 11.9%（见表 9-2）。因此，市场告诉我们，例如，Baa 级债券（根据穆迪投资者服务机构的定义是最低"投资质量"级）必须向投资者提供相对美国国库券 140 个基本点的升水，才能补偿这种额外风险。

表 9-2 各质量级债券收益率

	3 年期债券	10 年期债券	30 年期债券
美国国库券	5.9%	7.6%	8.0%
Aa 级工业债券	6.3%	8.1%	8.7%
Baa 级工业债券	6.7%	8.6%	9.4%
Ba 级工业债券	10.0%	9.8%	9.9%
B 级工业债券	11.5%	10.5%	11.9%

资料来源：索罗门兄弟公司。

基本原则 4：考虑至少两类其他风险。（是的，在固定收入投资中还有其他风险。）其中之一是提前清偿风险——最典型的情况是国民抵押贷款协会"过手证券"所持有的抵押资产被提前清偿。通常总是在利率下降时加速的这个过程，可以略微缩短未提前清偿情况下看起来很稳定的长期支付流。（而且，当利率上升时，提前清偿变得缓慢，这也是一种不受欢迎的结果。）第二种风险是货币风险，它存在于外国债券中。具体说，外国债券的价值会随着国际货币市场上美元的价值呈相反方向波动——美元升值意味着外国债券的价格降低，反之亦然。

基本原则 5：考虑利息收入的可征税性。市政债券上的利息收入通常免征联邦收入税，而且（在有着较高收入税税率的州非常重要）这些州的债券通常也不用缴州税。结果——因为金融市场是高度有效的——市政债券上所获得的收益率要低于可征税债券。那么投资者必须计算哪种产品可以获得最高的税后收益。例如，10 年期目前收益率为 8.1%的 Aa 级公司债券，与收益率为 6%的可比级别的市政债券比较。由于后者的收益率低于前者 26%，因此市政债券给那些需要支付高于 26%的联邦和州税综合边际税率的投资者提供了"公平价值。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脑中带着这5个基本原则，我们现在转到我关于选择债券基金的特定类型的5个警告。

选择债券基金的5个警告

警告1：绝不要投资于不知道其费用率的债券基金。一些股票基金，在一些时候，尽管有着巨大的成本还可以获得高于市场表现的业绩，但是多数债券基金，在多数时候，都无法做到这一点。债券基金的特殊类型——例如，那些投资于长期美国国债的债券基金——在本质上趋于相同，最重要的区别就在于它们的费用率（运营成本占净资产的比例）。因此费用就代表了基金管理者在向基金股东分配净收入之前，从基金所获得的毛利息收入中取走的部分。

实际上，成本上的差异非常惊人（见表9-3）。普通政府债券基金的年均费用率，最高的5支基金为2.4%，最低的5支为0.36%。平均费用率为1.14%。对于投资级公司债券基金，费用率最高的5支基金为1.69%，最低的为0.3%，平均为0.89%。市政债券基金其费用率分别为2.31%、0.25%和0.87%。实际上，当到期时间和质量维持不变的情况下，高成本必定导致低回报，反之亦然。

在主要债券基金种类中，大多数，如果不是全部基金都表现出相对可比的质量水平，且在到期时间上很少有重大差异。比如美国国债，都有着相同的信用评级，分别归入各种投资组合，这些组合很明显区分为长期、中期和短期。已保险市政债券都被评为Aaa级。

因此，有很大的可能性会出现这样的状况，即低成本的债券基金相比高成本的竞争对手可以获得更高的回报。由于每个种类中可选择的基金范围很广，因此持有一支年均费用为1%或2%或更多的基金实在没有太大意义，这些费用将会使收益降低8%～7%或6%。而且，即使是高于50个基本点的费用似乎也有些多。无论如何，投资者应该，而且务必要认识到他的收入中有多大份额被基金的费用所消耗。

（我应该加上：获得有意义的关于基金费用的信息变得越来越难了。许多新基金开始是通过不收取费用从而提供显著提高了的“优惠广告”式收益率。然后在费用率上升至一个持续高水平之前的几年内，“保证”一个中等的费用率。大家一定要得到所有有关上述3类费用率的信息，以及一份“保证”。祝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你们好运！）

表 9-3　债券基金成本构成（费用率）

	全部基金	前五个	后五个	平均	前端费用	后端费用	免佣
国债	29	1.07%	0.37%	0.75%	7	0	22
一般政府债券	134	2.40	0.36	1.14	71	19	44
抵押政府债券	54	1.85	0.36	0.95	36	4	14
投资级公司债券	68	1.69	0.30	0.89	25	5	38
一般公司债券	104	2.29	0.34	1.03	51	6	47
国民市政债券	182	2.31	0.25	0.87	101	22	59
短期全球债券	27	2.51	1.00	1.62	10	12	5
合计	598				301	68	229

资料来源：晨星共同基金。

表 9-4　债券基金的区别——几个极端示例

	1991			组合成熟期	组合质量		平均息票利率	销售佣金
	净收益率	费用率	总收益率		A 级和以上	BBB 级和以下		
美国国债								
基金 A	7.9%	0.8%	8.7%	6.0	100%	—	8.4%	0
基金 Z	6.5	1.9	8.4	8.8	100	—	7.6	6.0%[1]
联邦抵押贷款协会债券基金								
基金 A	8.8	0.5	9.3	7.4	100	—	8.3	0
基金 Z	7.7	1.9	9.6	6.0	100	—	9.6	5.0[1]
短期公司债券								
基金 A	7.9	0.3	8.2	2.5	87	13%	8.2	0
基金 Z	8.2	0.9	9.1	2.9	38	62	9.7	0
中期公司债券								
基金 A	7.9	0.2	8.1	8.3	92	8	8.9	0
基金 Z	8.1	1.5	9.6	8.0	28	72	10.2	0
长期公司债券								
基金 A	8.9	0.3	9.2	20.2	82	18	9.1	0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	1991			组合成熟期	组合质量		平均息票利率	销售佣金
	净收益率	费用率	总收益率		A级和以上	BBB级和以下		
基金Z	9.1	0.9	10.0	14.9	40	60	11.1	4.75
长期市政债券								
基金A	7.1	0.3	7.4	18.1	98	2	6.6	0
基金Z	5.8	2.0	7.8	24.0	50	50	7.9	6.0①
已保险市政债券								
基金A	6.2	0.6	6.8	21.6	90	10	6.8	0
基金Z	5.6	1.7	7.3	23.9	100	—	6.7	5.0①
州市政债券（加利福尼亚）								
基金A	6.2	0.3	6.5	15.1	100	0	6.7	0
基金Z	5.4	1.9	7.3	23.9	60	40	7.2	6.0①

① 或有递延销售费用。

警告2：在质量问题上不要想当然。我从未看到过有哪个公司债券基金的广告中涉及到质量问题，而且据我所知，多数债券基金并不会在它们的公开说明书中报告它们的质量标准，它们也不会在给股东提供的报告中提供有关它们现有投资组合的质量评级信息。然而，许多所谓的投资级债券基金正努力提高收益，这无疑可部分抵消它们的高额费用。质量上的差异通常是很引人注目的。考虑表9-4中的案例。

- 表9-4中的两支短期公司债券基金，其组合分别包括13%和62%的Baa或更低级债券。然而，质量较低的组合——考虑到它的高费用——获得了稍高的收益率（8.2%比7.9%）。
- 表9-4中的两支长期市政债券基金，其组合分别包括98%和50%的A或更高级债券。考虑到其巨大的费用率（甚至在忽略其销售费用的情况下），低质量基金获得的净收益为5.8%，高质量基金为7.1%。
- 表9-4中的一只加利福尼亚州市政债券基金，其组合中包括40%的Baa或更低级债券；另一只其组合由100%的Aaa级已保险市政债券组成（这对地震多发的州来说尤其重要！）。但是已保险基金的净收益率为6.2%，未保险基金为5.4%。（想象一个投资者支付0.8%购买一份保单！）

我认为投资者不应购买与其他基金有着类似到期时间、但费用率更高的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低质量基金组合。也就是说，如果一个假设的组合其毛收益率比另一个高 1%或更多，费用率也高 1%或更多，那么两支基金将会得到相同的净收益。1%的毛收益差距恰好是前面表 9-2 中所示的 10 年期国债（7.6%）和 Baa 级工业债券（8.6%）的差距。因此，高费用率意味着，你实际上支付了国债的价格，却获得中等级别工业债券的回报。这并不是公平的交易。

警告 3：提防销售佣金的影响。表 9-3 所列的 598 种债券基金中的 369 种其投资者都面临这一问题。前端费用会立刻降低投资的本金价值，导致收益的大幅下降。例如，净收益 6%的免佣基金——其他条件相同条件下——如果加入 5%销售佣金则收益将降至 5.7%。而且，这种降低的收益率还意味着基金份额必须永久持有。如果这一费用只延续 5 年，收益率将会从 5.7%降至 5%；如果基金份额只持有一年，收益率将降至仅仅 1%。在选择固定收入基金和其他有着可比质量、到期日和费用率的基金时，销售佣金是非常重要的因素。(一些债券基金——不可置信！——甚至在股东将红利收入再投资时都要收取佣金。这种行为又会使收益率降低 0.3%。我们要像躲避瘟疫那样避免它!)

前端销售费用通常被“或有递延销售佣金”所掩盖。如果你在第一年从基金中抽出，那么会有 5%的费用作为惩罚，而在第 6 年则通常会降至 0%。在这类基金中，你通常还要每年在费用上再支付 1%，而且通常是在你整个持有期内。无论这种费用是多么隐蔽，它和前端销售费用在头 5 年内有着相同的影响，而在接下来的年份内这种影响是非常有害的，在此期间 1%的费用需要反复支付。

警告 4：不要按照面值计算收益率。有很多方法计算收益率，更不用说强化它们从而有利于竞争性分析了。例如，债券基金收益率可以在“当期收益率”基础上（收入占市值的比例）计算，也可以在“到期收益率”基础上（将升水或折扣在债券存续期内摊销）计算。你有权力知道这些收益率；如果你得不到相关信息，那就到别处投资吧。

为了说清楚这一点，举例来说，一支债券基金其组合为“溢价发行”债券，以平均 105 美元的价格销售，到期时间为 5 年，则当期收益率（假设息票利率为 6%）为 5.7%；到期收益率为 4.9%，因为本金价值将每年降低 1%。通常都是市政债券基金大量投资于“高息票利率”债券，这些债券多数发行于 20 世纪 80 年代早期和中期，现在已经失去了其（最初的 10 年）赎回保障。由于息票利率高于现行市场利率，这些基金很可能会在未来几年内被其发行者“赎回”。它们不可避免地将会被收益率较低的债券所替代。结果，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市政债券基金红利收入紧跟“高息票利率”策略将被证明是非常莽撞的。

或许关于收益率计算的复杂性没有什么领域比抵押债务领域更为明显。例如，计算国民抵押贷款协会证券的到期收益率，要求对现有市场条件下抵押提前清偿作出相关假设。但是不论是当期收益率还是到期收益率的计算都忽略了可能的提前清偿的情况。很显然持有高息票利率债务的国民抵押贷款协会基金，与那些着眼于低息票债务的基金（降低了提前清偿风险）相比，有着更高的提前清偿加速的风险。或许听起来很复杂，但是明智的国民抵押贷款协会证券投资者应该了解这些数据。（国民抵押贷款协会基金的平均息票数据在晨星公司有提供；而任何有关提前清偿的假定只有基金发起人才了解。）当某个债券基金的投资组合中包含抵押担保债券时，这些问题将更为复杂，但是无论如何有关信息应该可以从基金发起人那里获得。

在这种情况下，所有类型的固定收入基金有明显趋势，通过持有高息票利率的溢价债券和对抵押债务作出郑重承诺最大化表面收益率。这些行为迫切需要充分披露。

警告5：避免固定收入“噱头”类基金。几年前，有一个看似投资奇迹的事件伴随“管理附加”债券基金的诞生而发生，很不可思议，这种基金据说甚至在高额基金费用的条件下，也能够获得比政府债券高的收益率。其诡计是在利息收入之上通过出售基于债券的期权增加大量溢价收入。如果经理人能够准确预期利率的上升和下降，那么这将是一种非凡的策略。然而很显然，没有人能够做到这一点。因此管理附加基金在债券价格下降时则持有债券，在价格上升时则将其出售。这种高度可预测的棘轮效应结果再明显不过：本金逐渐被侵蚀，收入状况逐渐恶化。理论——可以预见地——在实践中遭到失败。对共同基金行业来说这是个“黑眼圈”——尽管它似乎没有引起太多注意。

其他的噱头是否也会导致其他黑眼圈呢？我认为答案是“会”。目前最为可能的候选者在我看来就是“最优惠利率”基金——投资于具有不确定品质和流动性的银行贷款参与者。这些基金可以定期进行“股权收购”，允许投资者进行赎回。然而，至少有一支这种基金，取消了其股权收购，相反，通过在纽约证交所上市为股东提供流动性。这些股票表面上价值仍维持在最初的每股10美元，但最近却以8.875美元的价格交易。对这些基金的股东来说，作为货币市场基金的替代物，这实在是个让人难过的状况。

对共同基金这个所有行业中最富创造性的行业来说，判断其“热销新产品”是否会最终成为噱头还为时过早。目前，全球短期债券基金和浮动利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抵押基金正在兴起，两者的历史都很有限，无法对其进行客观的评价。而且，两者都有着高度复杂的投资和同样复杂的策略。当然它们至少和短期公司债券基金一样有本金和利息风险。因此，这三种类型——两个新类型，一个已接受充分考验——的收益率可以互相比较，而不能与本金风险较低的货币市场基金的收益进行比较。

结论

现在我来总结一下。

首先，如今债券基金对我来说，代表了一个非常有吸引力的投资机会：长期债券基金可以提供潜在的竞争性回报以及比股票基金低许多的风险；短期债券基金尽管假设比货币市场基金较高但不是太高的可测风险，但是可以提供更高的和更为稳定的收入。

第二，对于债券基金种类的选择，每个投资者都大不相同，它决定了投资者对于收入的要求、对利率风险的容忍度、承担质量风险的意愿以及期望持有期。

第三，一旦投资者决定了满足他们需求的债券基金的种类，他们就应该仔细认真地选择具体的基金。他们应该忽略那种只强调高收益（“最高收益短期债券基金!”），却不用相同力度披露其质量、到期日、息票结构和其他有关基金组合特征的广告。而且，投资者也有权利获得基金费用率的坦白和显眼的披露。

最后，我认为大多数投资者将会得出这样的结论，即债券基金回报可以被两个因素明显提高——其中一个，高风险，通常由较长的到期时间或较低的投资质量来衡量；另一个，较低的运营费用。我认为很显然，后者是提高收益率的更有明智和更为建设性的策略。因此，随着投资者和监管者要求完善披露制度，随着对收益的理解被我今天所讨论的残酷现实所替代，随着费用日益向更为现实的、对投资者更为公平的程度发展，债券共同基金将会继续提供极好的机会，而且“第三共同基金行业”将会继续快速发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分 展现共同基金行业

PART TWO

长期以来，我越来越能够不受拘束地坦白说出我所认为的在共同基金行业原则和实践中所存在的严重不足。尽管不是所有的基金组织都同样存在我所说的缺陷，但是相当大多数公司都具有这样的不足——高成本、多余的组合换手、对销售的关注多于管理、无法为股东提供足够的长期回报、未能像他们自己所说的掌好舵——现在我就来慢慢为你呈现这个行业。

在这里，我想起了哈里·杜鲁门总统在火车上作竞选演讲时所说的话，那次竞选活动后来被证明对于他 1948 年的选举至关重要。每次火车停下来的时候，人群中总会有人打断他对于“无作为的 80 届国会”的严厉谴责，大声喊，“把他们送入地狱吧，哈里。”他回答，“我并不打算把他们送入地狱。我只是讲出实情，他们认为那是地狱。”不论共同基金行业是否会认为我在把他们送入地狱，我都还没有听到任何对我的批评的反驳。因此，我认为，由于它们的准确性是不言而喻的，我的话可以被认为是事实。

第一篇演讲（“共同基金：光明和黑暗的悖论”，第 10 章）描述了基金行业成长过程中的有利因素，包括大牛市、较好的税收环境、科技的发达以及行业的巨大创新能力。但是我很快也会提出一个悖论：这些有利因素都伴随着让我们苦恼的不利方面。我认为共同基金行业必须摘掉眼罩，清楚地认清行业的现实，并且迅速开始着手改善目前在原则和实践中不完善的方面。柏拉图的“洞穴寓言”为我们提供了希腊文化中一个非常恰当的比喻：“囚犯们从漆黑的洞穴中逃出来，却因突然出现的光明而感到一阵眩晕。”或许有一天，共同基金行业也会这样。

接下来的两章是有关共同基金行业中的经济学，“经济学 101：有关共同基金投资者……有关共同基金经理人”是第 11 章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

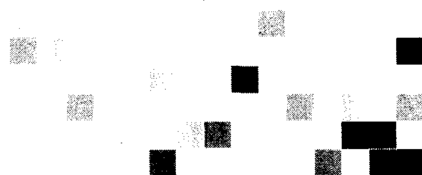
PART TWO

的标题。文章中我将基金管理公司特别的盈利能力与相对金融市场非常落后的基金股东的回报率作了比较。由于基金成本解释了很大一部分差距，比较中提出了一个等价的定义。我还对行业投资公司协会声称的基金行业成本正不断下降这一论断的准确性提出了质疑，并且拿出证据说明成本实际上是在上升的。最后，我要求证券交易委员会通过进行共同基金行业的经济学研究，开始着手将基金成本纳入其控制范围。（到目前为止，还完全没用。）再下一章，我将对先锋集团的竞争对手为何不愿挑战我们的低成本商业模式的原因加以说明。

最后 3 章是有关基金管理问题的。“创造股东价值”和“基金的沉默”说明，由于没能尽到公司治理的义务，共同基金无法着眼于为股东创造价值。这些基金也未能给自己的投资者创造价值，所得回报甚至少于资本成本，这一标准通常称之为“经济附加值”（EVA）。最后一章展现共同基金“独立董事”的独立性问题，以问题“他们在哪里?”开始，以“我希望他们能很快回来”结束。我在 1991 年，大约 10 年前，发表了这篇演讲，但是他们到现在仍然没有回来。但是我的希望——领导者能更好地尊重他们对基金股东的舵手义务——永远常青。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章
共同基金：光明和黑暗的悖论



著名演讲者系列
休斯敦俱乐部
休斯敦，得克萨斯
1998 年 1 月 14 日

在我 1993 年写的有关共同基金的书中，得出一个我称之为投资者的“智慧的 12 个支柱”的结论。最后一章开头，我引用了传道书中的一句话：“智慧胜过愚昧，如同光明胜过黑暗”。这本书被称为“投资指南”，但是当我想到我的使命是在这样一个公开许多著名演讲者多年来的思想的论坛上讲话时，我突然想到光明和黑暗的主题或许也能卓有成效地用来提供一个不太一样的方法。

我今天的演讲，尽管我希望能够激发你们的投资灵感，重点不是有关你们在投资和储蓄过程中对于共同基金的运用，而是关于多种因素——有的多数人都知道，有的则不是——它们促进了共同基金行业的成长，使其最初取代了储蓄存款，接着是人寿保险，然后是养老金计划，最后成为每个美国家庭的投资选择。如果我们有一个有关“创造性的毁灭”的鲜明的例子——经济学家约瑟夫·熊彼特用来描述一个行业通过提供解决社会需求的新颖方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而击中对手要害的过程的词汇——那么共同基金的成长历史一定会成为它的典范。

但是，正如物理法则所告诉我们的，一个强作用力必然会造成一个相等的反作用力，我也会探讨由于共同基金行业的成长所带来的一些问题。这些问题很少被谈及，甚至（或许尤其）在我们行业内部。但是在这次著名的论坛之前，我会毫不犹豫地这样做。我来这里不是为了推销我们行业的利益，也不是积累关于我们工作成绩的额外赞美。我只是想提供一个更广阔的前景，以这样一种观点：我们可以做得更好——当然也更尽责——相对过去在为投资者服务上。

根据充分披露的方法，我坦白承认我的讲话是站在一个独特的共同基金公司的立场上，它领导行业前进方向，是往一个新的更好的行业发展道路上的“先锋”。我们的组织架构——基于让共同基金的股东拥有和管理基金，而不是基于仅仅以投资顾问推荐的产品（在我们的行业中使用的代表共同基金的不恰当的词汇）形式存在——使我们将对于股东利益的关注放在首位，而不是咨询者的利益。

从我们 23 年前设立至今，我们已经成为这个新兴行业中的第二大公司。然而，具有讽刺意味的是，还没有一个追随者出现。我们创造性的组织架构还没有被复制。然而，如果这个行业不需要（或不想要）领导者，我认为它需要先锋，一个可以为投资者提供可选择的或许是更好的方法的公司——相对于传统架构的另一个选择。它是合理的，我想事先提醒大家，你们可能会看到这种逆反精神——传教士的热情，如果你们愿意的话——在我今天的讲话中。

最闪亮的明星：大牛市

在共同基金行业迅速获得公众认可和欢迎的过程中，有很多照亮我们的明星。其中最亮的一颗就是美国历史上最引人注目的大牛市。这次牛市，普通股价格上升时期最长，到现在已经 15 年多了；同时也最稳定，只有少数几次短暂的但很快就恢复的下跌行情；大多数时候都很坚挺，道琼斯工业股票平均指数在此期间上升了 10 倍，从不到 800 点升至 8 000 多点（当我准备这篇演讲的时候!），总回报率（包括红利率）达到令人吃惊的每年 19%。我向你们保证，从来没有哪个行业，据我所知，能够达到这样的成绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从1982年8月牛市开始的时候，基金行业的资产额上升了17倍多，从2 600亿美元升至4.3万亿美元，年复合增长率达20%多。仅权益基金就从不到400亿美元升至2.5万亿美元，增长率超过32%——非常难以置信的速度，平均每两年半就翻一番。这种增长使得共同基金行业在仅仅15年中，就从家庭手工业的状态转变为金融界的庞然大物——或许这是当今美国金融市场上最强大的力量。

15年前，基金仅仅占有股市总市值的3%；如今，这一比例为22%，如果把基金经理人管理的其他账户考虑在内，则达到33%。我们的投资账户可能已经相当于全部资本市场交易的60%。我们潜在的所有权影响力促使美国公司关注经营效率、改革以及经济价值的创造，这反过来又可以促进公司收益空前增长。而且，大量流入基金的资本创造了对于股票的新的需求，从而推动股票价格上升至今天的高位，同时使基金成为股市繁荣的主要受益者。当我们走在市场的潮头浪尖时，大牛市，无疑成为照亮这个广受欢迎的行业的明星中的第一颗，也是最亮的一颗。

另外三颗明星：税收、科技和创新

但是牛市绝不是仅有的明星。至少还有三颗。第二颗，似乎有些让人吃惊，是联邦税收。1976年，税制的修改使市政债券基金得以存在；1980年的修改使个人投资者可以开设延迟纳税个人退休账户；1984年，税制再次被重新解释，延迟纳税401（k）节俭计划出台。这三次有益的税制变化导致个人储蓄倾向的巨大转变。共同基金有现成的投资项目可以用来满足多元化的和比过去知识化的公众需求。市政债券基金和针对投资者的储蓄计划一起，如今拥有2万亿美元基金资产——几乎是基金行业总资产的一半。

我们不能忽略照亮我们的第三颗明星：科技革新。电脑给我们提供了通信技术、交易技术和保持记录的技术，没有它们今天共同基金几乎无法存在。我们无法想象共同基金行业没有了800业务，没有了每日退休金计划投资资产评估，没有了处理每日巨额现金流能力，没有了即时清算，没有了基金内部交换会是什么样。实话说，科技已经改变了现代共同基金行业的特征和发展进程。

最后，还有一颗星。尽管如果没有其他因素赐予我们的好处，我们就不会因此受到好评，但是我们说这颗星是我们自己的创造。我称之为创造性革

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新。这一行业不仅在快速变革的环境中——股票市场、税制、科技进步——迅速资本化，而且形成了自身的改变。在过去 15 年，共同基金的数量已经从 700 增加到 7 000。这一行业已经将其一直以来对于股票资产的依赖扩充至包括债券（当通货膨胀率和利率相继下跌时，它也经历了自己的牛市）和短期投资（导致无人问津的银行由于货币市场共同基金而获得储蓄市场这块蛋糕）。

同时，我们也大大扩充了权益基金的产品范围，现在我们不仅有投资于传统美国蓝筹股的基金，也有投资于小盘股、国际股和特殊行业权益的基金。可以不夸张地说，只要投资者市场产生对一种“产品”（又一次用到了我们的行话）的需求——或者我们察觉到了对某种产品的需求——我们就可以迅速地创造出，并且提供和销售该种产品。“适合每个投资者的基金，满足天下每种目的的基金”作为现代共同基金行业的口号非常合适。

我们用“基金家族”替代“某种基金”作为我们商业活动模式的首选。与 1982 年管理 10 多种基金相比，如今主要的基金家族管理着惊人的 150 种不同的基金，或许更多。资产大于 500 亿美元的基金家族有 20 个。这 20 个行业佼佼者代表了行业 4.2 万亿美元资产中的大概 2.5 亿美元。而且，另一个惊人的变化是，两家最大的公司和 20 个佼佼者中的前 8 个——加起来持有 1.2 万亿美元资产——15 年前走过了一条很少有人走过的路：我们主要提供免佣基金——可直接购买，投资者不负担销售佣金。可以说所有的变化都发生在中心街道观点向华尔街观点转变的过程中。

牛市的不利面

但是，正如“发光的并不都是金子”，以上四颗照亮共同基金行业的明星都有其阴暗面。如果“黑洞”的猜想用来描述作用于我们受到的强大推动力的反作用力显得太牵强的话，忽略由我前面所说明星的阴暗面所产生的反作用力也是非常不明智的。

我们先说第一颗星，股市。首先问一个简单的问题：基金投资者是否充分分享了大牛市的好处？唉，尽管资产价值的飙升把我们推至股市的浪尖，我们给予股东的投资回报却使我们在股市浪潮中蹒跚而行。相比标准普尔 500 综合指数过去 15 年中 17.5%的年回报率，权益基金的平均回报要少得多，只有 14.1%。结果是：1982 年年底，投资于自由市场指数的 10 000 美元，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

1998年年初的价值为112 000美元；如果投资于一般基金（忽略初始销售佣金，如果有的话），价值为72 000美元——少于自由市场指数的2/3。典型的基金投资者与其期望相比损失40 000美元，基金经理人整体上没有合格完成其使命的明证：他们未能提供足够的超额回报来抵消每年2%成本的不利因素。对基金股东来说这是个代价高昂的缺陷。

历史很清楚，过去这些投资专家几乎不能维持生计。未来如何呢？如今基金成本达到历史上最高水平，期望未来相对回报率能有很大提高是非常不现实的。在一个价格基本由基金交易成本决定的高效率的市场中，占有1/3股市份额的基金能够在某种程度上超过占有其余2/3份额的投资者的回报率也是不现实的。

使基金问题更加复杂的是，长期绝对回报率，至少在我看来，可能会回归到11%的长期均值——或许还更低。为什么？原理很简单，即“树不会顶到天”。（经历了股市过去3年难以置信的业绩后，或许只有我还一直相信这句古代格言！）如今的股市，公司股票的价值远远高于牛市15年前开始的时候。当时，股票的价值是实际收益的7倍，现在是23倍。当时，股票以账面价值销售，如今是以账面价值的4倍。当时股市收益率5.5%，如今是1.6%。当然，华尔街称红利率并不重要，但是我想提醒你们，在过去的一个世纪，红利收益几乎是股票总回报的40%。如果这种关系在接下来的10年中仍然有效，股票的年回报率只有4%，相比大牛市时19%的年回报率是一个很大的差距。

税制、科技和创新的不利因素

如果牛市这颗星可能会逐渐暗淡，那么税收这颗星又如何呢？作为一个实用主义者，我并不期望未来税制会发生有利于我们的大的改变。但是我恐怕基金行业面临的主要挑战是远非有利的过去对于税收问题的忽略。简单说，问题是基金经理人总体上在管理他们的投资组合时没有对税收加以考虑。我这样说不是没有证据的，在他们吸引延迟纳税资产的努力中——现在代表着一多半的行业现金流——基金行业断然忽视了构成行业传统支柱的应税投资者的利益。基金组合目前每年的换手率平均为90%，这意味着实际上年初的一个特定组合中只有10%的股票年底时还留在组合中。很难想象！我前面所引用的共同基金的业绩数据并不意味着这样的换手率能够提高行业整体回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，由于基金绝大部分是在互相之间买卖股票，换手率并不能做到这一点。

较高的换手率不能提高通常所说的税前基金回报的同时，它对于税后回报率还有很强的负面影响。实际上，每年税前基金回报率如我所说下降 3 个百分点，在税后基础上将增至多于 4 个百分点。结果，市场总的年回报率中 20%多都由于基金费用和税收问题而消失了。我想基金行业在 1997 年实现并且派发了 1 500 亿美元资本利得，这在税收法案于 1998 年 4 月 15 日到期的时候将给应税股东造成 220 亿美元损失。

接下来的一年，不论股市如何，一定实现了更多资本利得。考虑到基金行业对于税收的漫不经心的态度，一部分资本利得是短期的，按照普通收入的最高一级税率 40%纳税，有一些按照 28%，还有一些——或许是最少的部分——按照刚刚调低的 20%长期税率纳税。然而，按照这个新税率，资本利得相比红利收入比二战以来任何时候都更加有吸引力。然而，基金行业似乎通过实际上忽视尽可能延迟实现资本利得所带来的巨大好处而“最小程度地利用它”。

那么技术革新这颗星又有什么问题呢？“非预期后果法则”再次奏效。科技给我们带来庞大的商业资产的同时，也给我们带来相当高的商业负债。首先，所有信息看起来都伴随着强大的智慧。但是，在似乎无穷无尽的有关基金业绩历史的信息充斥市场的时候，一个简单的事实——业绩最好的基金其过去的表现很少，如果有的话，会在未来重复——看起来似乎消失了。报纸的金融版每天都会报道有关基金的业绩，只要轻轻一按电脑的按键，我们就可以得到晨星公司关于我们所选择基金的回报率、风险和组合特征的分析——以无法想象的详细统计数据——所有这些都仅仅是一页纸的篇幅而已。但是当投资者选择某种基金的时候，很大程度上是基于其过去的业绩的。

还有一个更为严重的问题：即时通信和快如闪电的交易设备使我们可以高效地将共同基金作为单个普通股的代理人。自从 20 世纪 80 年代初以来，共同基金股票的平均持有期已经从多于 10 年下降至少于 3 年。不管这种投资者股票换手率的增加和我刚才说的共同基金组合换手率的增加是否由同样的因素造成，那是另一种我称之为博彩资本主义的形式。它充斥于智能投资的过程中。

我只想问：有什么效用呢？我们将曾经设计出来的最出色的长期投资工具转变为投资与市场波动的手段，基于最近的业绩的买卖基金的手段，无成本地进入（尽管绝不是那样）“热销”基金投资市场的手段，通常是基于仅仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个想法或者不确定来源的短期记录。作为一个行业，我们通常无法尽到充分告知投资大众有关我们的基金的风险和成本的义务，实际上我们积极进行促销的，不是我们的代表性产品——很确信地说不是业绩很差的产品（没有哪个公司会丧失它们!）——而是我们所有的最热销的产品。

这就把我们带入创新这颗星，我们的第四颗星。它的阴暗面是我们已经将我们引人注目的创新成绩从寻找提高我们为股东创造的投资回报的方法，转移至相对不那么崇高的为基金家族带来更多基金产品的任务。共同基金行业市场已经变得具有高度竞争性，对于我来说程度太高了，但对于当代像宝洁、百威和可口可乐这样的品牌来说可能不是。它们是叫卖其拥有“特许商标权”的“消费产品”，而我们则主要是其他人钱财的托管人。在这个行业中，投资相对于市场来说正变得微不足道。我们过多追求（至少对我来说）轻易积累大量财富的愿望，在权益基金行业中这样做也是很有可能的，以及轻松选择基于过去的业绩来说的优秀基金。信息正逐渐变成一种媒介。

当然，销售和配销的花费是相当高的。因此，在努力获取市场份额圣杯的过程中，“钱不是目的”就成了我们这个行业中隐含的口号。然而，只是股东的钱不是目标，而不是享受了把钱花在销售上的好处、随着资产翻番得到的手续费也不断增长的基金经理人。在增长曲线的起点，基金股东可能会分享到一些规模经济的好处。之后股东开始不赔不赚，增长的好处逐渐被基金经理人获得，他们不用付出相等的成本就可以享受到不断增长的手续费。最后，当基金增长到相当大的规模时，手续费收入继续增长，但是资产的扩张带来多余的组合多样化、有限的流动性和不断上升的交易成本，这一切都对股东的回报产生负面影响。股东为获得基金的增长已经付出了代价，然而又在回报上遭受损失。

由于不断上涨的销售费用，部分基金费用率也急剧上涨。15 年前，一般权益基金的费用率为资产额的 1%。尽管从那时开始资产增长了 65 倍（非常惊人!），如今权益基金费用率增长了一半达 1.55%——尽管只有大约 1/10 基金收入被用于投资咨询服务。很明显的，规模经济的巨大效应在我们这个行业中依然存在，只是它的受益人不是基金股东，而是基金经理人。

我们将去向哪里?

如果你信仰资本主义和自由市场——我可以向你保证，我认为它们的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值是不证自明的——那么如何解决我今天向大家提出的如此严重的问题呢？最基本的，但是我认为也是最初步的反应应该是让这些问题在市场中逐步得到解决。对于最具有竞争性的行业来说，这显然是惟一的方法。

如果这个行业将被其投资者改造，如果你愿意的话被供需所改造，那么现有的和潜在的共同基金投资者必须被更好地告知。“反复试验”是一种方法，被长期的业绩不良甚至（更为重要的）股票市场的短期熊市严重伤害的投资者，不会马上回到我们的圈子中来。购买热销基金的、以市场时机来作试验的、在超市娱乐场中以失控的频率购买和交换基金的投资者，终有一天会因为惨痛的经历而得到教训，认识到这些短期的方法不仅是非生产性的而且是达不到预期目标的。

乐观一点说，向投资者传播更多信息可能会逐渐改变这一趋势。投资者已经清醒地意识到成本很重要。在货币市场基金领域，他们将更多储蓄委托给成本最低，因此收益最高的基金。如果成本最高，相应收益就最低。相似的趋势，如果程度更轻的话，在债券基金领域非常明显。在股票基金领域至少存在相同模式的暗示，他们只是按照非常简单的极低成本和极大的多样化的价值观来进行资本化从而使自己扬名。通过企业负责为资产达 1 万亿美元的延迟纳税员工持股计划选择基金的福利经理、拥有大量资产的自发的投资者、试探性准备上演“强力劝说”从而着手处理成本和业绩问题的证交会以及日益复杂的金融媒体的推动，成本很重要的咒语最终将会生根。但是所有这些都需要时间，而且——只要目前的额外成本继续存在——时间上就不会有利于基金股东。

由于投资者开始“用脚投票”——开始更加偏爱长期投资而非短期投资、低成本而非高成本——基金经理人最终将会了解情况。对于长期组合投资策略的关注将代替狂热的——和代价高昂的——组合证券交易。各种基金将会更加清晰地定义其投资目标，描述他们的业绩标准，更加坦白地报告他们的投资结果与预期的差距。权益基金经理人隐含的承诺是“我们能够比市场做得更好”——或者，在这个打败主要的市场指数有时看起来似乎是没有希望的残酷的世界中——至少比那些和自己有着相同的目标和策略的同行做得更好。因此，基金经理人将会负有责任描述他们怎样达到目标，而且定期披露向目标迈进的进展状况。

公司经理人已经很清楚地认识到创造经济价值——在所投资资产上获得超过资本成本的回报——是一种“决一死战”的责任，失败的代价将会是丢掉他们的工作甚至是他们的企业。为什么无法为股东创造高于股票市场回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

的共同基金经理人不能遵守相同的约束？当然这是个公平问题。

投资者应该要求该行业的创造性从高昂的销售努力和媒体广告中转移出来。销售再也不可能重复的过去的业绩有什么意义呢？或者有什么价值呢，难道像一个行业高级推销员用香水作类比所说的，是出售希望？相反地，我们应该关注满足投资者需求的更好的方法。投资者应该不必花很多好奇心就可以知道达到前 25 位业绩的最短也是最简单的方法，是把成本控制在最下面的 25 位中。投资者也不用费很大力气就可以计算出行业中的应税投资者——占我们股东的一多半——正在受害于有害的税制和高组合换手率的交易成本的影响。

所有这些听起来不仅似乎很难实现，而且也太理想化而很难成为主流。但是，我不会因为我的理想化而道歉（以我的利益，考虑我前面所简短描述的先锋集团的股东持有型组织架构），我提出一个很简单的解决方法。它来源于我对于策略服从组织这句话的认同。在一个基金股东控制基金的组织架构中——由于基金顾问控制不同——将必然导致几乎可以满足在我刚才所长篇累牍地提高的每一个重要的要求。一旦行业的惟一重点转向尽可能多产地为投资者服务，将会发生一些很重要的事。基金——至少是大的基金家族——将自行运营。他们将会被"共同化"，拥有自己的领导和员工，外部经理人为他们赚来的巨额利润将会被分配到他们的股东手中。他们不会在花费巨大的，以牺牲现有投资者的利益拉拢更多新的投资者为目的的销售战上浪费钱财。由于降低了成本，他们能够获得更高的回报并且/或者假定更低的风险。他们将会更好地和更坦白地向所有股东披露和报告。他们甚至还能看到市场指数基金的优点。这实在是大大的改善。

在我准备这篇演讲时，我发现很容易认同那则古老传说中的囚徒。在"洞穴寓言"中，柏拉图描述了一群生活在洞穴中的人，他们被锁在同一个地方，眼睛被布蒙着，因此他们看不到身后稍高些地方燃烧的火焰，而只能看到前面由火照射出的物体的影子：

一天，一个囚犯摆脱了束缚；他向着光明走去，却被刺眼的光灼伤，无法看到过去总看到其影子的物体。他走到阳光下，却又因新的景象感到眩晕，无法看到不久前他称之为现实的东西。他回到黑暗的洞穴，给大家讲述他所看到的事物却遭到大家的嘲笑。但是他看到了美丽和公正的现实，区分出了雕像和雕像的影子。

很显然，离开黑暗的洞穴——曾经熟悉的安全和舒适的地方——是困难的、令人不愉快的和具有挑战性的。但是柏拉图的寓言是需要变革的有力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象征。当共同基金股东们看到光明的时候——并且意识到“光明胜过黑暗”，正如我在开始所引用的传道书中的话——认识到我今天所讲的现实，他们就会要求对行业的关注点进行改变，这种改变在我看来，可以通过行业组织结构的改变来很好地完成。

真正的共同持有的共同基金行业，其结构就像美国每个其他企业那样——管理者只为股东服务，并且创造经济价值。我希望我能确信这个勇敢的共同基金的新世界将会在我任期的其余几年中开始出现。哎，我恐怕不能。但是，总有一天，无论如何，就如同1997年两周前不可避免地进入1998年一样，我们将会摒弃共同基金运营的旧结构，取而代之的是新的组织结构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

经济学 101：有关共同基金投资者……有关共同基金经理人

亚利桑那经济俱乐部
菲尼克斯，亚利桑那
1999 年 4 月 20 日

我非常荣幸能够在菲尼克斯经济俱乐部发表演讲。尽管这个美丽的城市距离英国皇家海军“先锋”号许多世纪之前航行的无垠的大海很远很远，但是 4 年前就在这里，我们创办了第一个远离我建立先锋集团的佛吉谷的办公场所。考虑到这个俱乐部的宗旨，我将会提出一些有关共同基金经济学的很强的或许是有争议的观点——因为这些观点影响基金投资者，也影响基金经理人。正如你们将要看到的，这是不同的。这种不同已经在共同基金行业的历史中产生了很多严重的缺陷，而这些缺陷在我们不可置信的经济增长过程中一度被忽略了。

我把要讲的内容称为“经济学 101”，因为我要做的事情是给大家一系列有关这个行业的本质和其广泛的认可度的基本的学院纵览课程。在很短时间内，共同基金行业已经很快成为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 美国家庭的投资选择，不仅是我们投资股票和基金的主要途径，也是我们储蓄现金的主要途径。

• 普通股中最大的机构投资者，持有（如果包括基金顾问管理的私人账户的话）美国股票资产的 1/3。

• 世界上最大的股票市场中的主要力量，代表了几乎所有交易中美国股票的 2/3。

• 或许是最为合算的个人累积资产的媒介，即使共同基金的总体成本水平在我看来太高。

总的来说，这是个使人印象非常深刻的记录。它来自于一个仅仅 20 年前看起来还似乎处在慢性和痛苦的死亡过程中的行业。

当我想到我们如今这个有着巨大的 5.5 万亿美元资产的行业时，很难想象短短 20 年前，其资产不到 500 亿美元，连现在规模的 1%都不到。1978 年，这个行业几乎全部由普通股基金组成，在 1973～1974 年 50%的股市发生崩溃的灾难时期，现金以非常高的速度从这些股票共同基金中流出。1974～1982 年期间现金流出累积达到 140 亿美元——占 1974 年中期行业资产的1/3。

在那段无所作为的时期，基金公司开始自发地将他们的产品多样化，范围扩展到债券基金，但是还是远远达不到足够的卖点可以产生能够抵消权益基金撤出量的资本流入。不过即使这样，基金行业永怀希望。我很清楚这点，因为在熊市的最低潮，一系列巧合的事件凑在一起使我在 1974 年 9 月 24 日开办了先锋集团，一个有着独特使命的新的共同基金组织。我们的经济学，正如我之后要说明的，与我们的同行有着很大的不同。

大约 265 年前，教皇亚历山大 • 蒲柏告诫人们，“人生永远充满希望。人类虽还没被祝福，但终将被祝福。”然而，我们的行业并不认同他的告诫，实际上我们是被创造一种全新基金的机会所祝福，它的出现能够改善美国储蓄市场的低效率。在短期利率相当高（10%～15%）的时期，美国的储蓄机构被联储限制，只能付 5.24%的利息。

豹子改变了它的斑点

新的共同基金——货币市场共同基金——投资对象包括短期美国国库券、定期存单、商业票据和货币市场投资支付等，所有这些的核心是货币市场利率，远远高于受监管的金融机构可以支付的利率。几乎是一夜之间，很快被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

现金管理基金占据了统治地位的我们的行业改变了它的斑点。

不断从股票基金缓慢流出的资产与难以置信的流入货币市场基金的资产相比不值一提。1982 年年底前，共同基金行业这只豹，不久前其斑点还几乎全是股票基金，现在已经绝大多数都是货币市场基金的斑点了。以投资总额计算，1982 年 76％的斑点都是货币市场基金，8％是债券基金，只有仅仅 16％是股票基金，而 5 年前这一比例还是 90％。非常惊人的变化！在不到 10 年的时间里，行业资产猛增至 2 650 亿美元——相比 1974 年的 360 亿美元的低谷几乎涨了 8 倍。我们由于货币市场基金收益颇多，因此我们行业的资产基础——现在包括股票基金、债券基金和货币市场基金，实际上是每种流动性投资——成为了一座真正的直布罗陀山。

那时，就在权益基金在基金行业中的份额接近一直以来最低值的时候，历史上最大的一次牛市开始了。1982 年 8 月，利率开始从一直以来 12％～15％的高位下降，仅在 8 月就从 12％降至 9％。债券价格开始飙升，股票价格紧随其后。在接下来的 16 年中，到此时此刻，两次牛市仍然完好，并且创造了历史上最好的投资回报。1982 年以来，股票基金资产已经涨了 50 倍，债券基金资产 40 倍，甚至货币市场基金资产也在最初相当高的基础上涨了 6 倍。如今，行业资产额达 6 万亿美元，这只豹身上的斑点 55％是股票基金，18％是债券基金，27％是现金管理基金。用“所有人的东西”来形容共同基金行业目前提供给投资者的再公平不过。

基金行业在储蓄流中的份额已经从极小的水平增长至如今相当难以置信的程度。去年，美国家庭储蓄净附加值总共为 4 060 亿美元。其中 4 010 亿美元——几乎 99％——为流入股票、债券和现金管理基金的现金流。真是难以想象！25 年前，基金份额只有稍多于 0.5％——1 800 亿美元中的 10 亿美元。真的，我们正看到资本蜂拥而至。

总的行业现金流似乎不受市场波动的影响。股票价格上升（有时甚至下降）、利率变化使债券价格上下波动和改变储蓄收益，但是行业现金流保持一种稳定增长模式：1994 年每月 100 亿美元，1995 年每月 200 亿美元，1996～1997 年每月 300 亿美元，1998 年每月 400 亿美元。但是，基金投资者对于哪怕一次错误都是相当敏感的；股票基金份额也会剧烈变化。股票基金现金流，在去年夏天短暂的熊市前每月 200 亿美元，自从那时开始每月下降 20 亿美元——但是货币市场和债券基金已经不断抵消了这些下降。

公平地说，至少目前是这样，共同基金行业以其多样化的（包括股票、债券和货币基金）产品线，正在满足美国投资者和储蓄者所有意识到的需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很肯定，我们的市场份额一定会引起保险、储蓄甚至股票经纪行业的竞争对手的嫉妒，更不用说经常有麻烦的全世界的金融机构。行业的领头人，经常会倾向于——非常不明智地——吹牛，和礼貌性地抬起胳膊，作出一个“胜利”的手势，就像电影《泰坦尼克号》的制片兼导演詹姆斯·卡梅隆一年前在好莱坞奥斯卡金像奖颁奖典礼上那样，说“我是世界之王。”

我不希望自己被包括在那些吹牛的人当中。是的，说我们过去20多年的辉煌历史已经把共同基金带入了一种防弹的状态很容易。但是我几乎不需要告诉经济俱乐部的热心听众，没有任何事情是如此简单的。在这个快速变化的世界，应该说没有任何东西是防弹的。实际上，我们行业的巨大规模已经成为潜在的缺陷——这是主要的缺陷——股票和债券市场的双重牛市掩盖了这一点，它们的影响至今也没有被注意到。但是我可以保证，作为一个去年12月已经在共同基金行业从业50年的参与过共同基金战争的一名头发花白的老兵，它们不会逃脱我的双眼。现在我就来说说这些缺陷和它们已经给我们的行业造成的主要挑战。

过去业绩的缺陷

首先，牛市在过去掩盖了我们的业绩上的不足。如果允许我混淆一个比喻的话，尽管我们在某一点上来说已经站在了两次牛市的浪尖，但是我们在另一个也是更重要的方面来说，在浪潮的尾端却走得很差。这是个很重要的不足之处。自从牛市于1982年开始以来，在有着年均回报率为18.6%纪录的股票市场上，我们行业的股票基金为投资者获得的年均回报率只有15.8%，每年少15%！起初1万美元投资的最后结果：股票市场167 000美元，一般股票基金113 000美元。由于年回报率只有市场的85%，基金投资者累计的总资本只是仅仅投资于市场所需资本的65%。

债券基金的情况有些不同：债券基金的年均回报率为9.1%，而债券市场为10.9%。结果：债券基金的年回报率为市场的83%，但是只有整个时期内市场累计资本的76%。在两种情形下，每年的不足随着时间以几何级数增长，呈现一种“复合的奇迹”。长期来说，看起来每年很小的年均回报率开始变成资本累积的巨大差距。“以小见大”，不能为股东提供与我们投资的金融市场相同的回报是我们主要的缺陷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高基金成本的缺陷

我们的第二个很少被注意的缺陷是造成这种业绩落后的主要的——实际上是压倒一切的——原因即基金投资的高成本。股票基金每年 2.8%的不足与权益基金高于 2%的总成本密切相关——费用率平均为 1.3%，组合交易成本大约每年 1%。（此外，这些成本和业绩数据忽略了基金销售佣金，而这项成本约 2/3 的基金投资者都需支付。）对于债券基金，1.8%的业绩落差与债券基金 1.2%的总成本息息相关——大约 1%的费用和 0.2%的交易成本。（再次，考虑销售佣金将会扩大基金业绩落差。）

更糟糕的是，基金费用率在此期间已经呈现稳定的上升趋势。对于股票基金，从 1.1%升至 1.6%或增长接近 50%。债券基金从 0.9%升至 1.1%，高于 20%。（然而货币基金的比例从 0.7%下降至 0.6%。）费用率的增长，伴以基金资产从 1982 年的 2 650 亿美元增至如今的 5.25 万亿美元，使行业收益从每年约 20 亿美元增至每年 600 亿美元（考虑手续费率在已经达到较大规模资产的基金上趋向下降）。显然对于基金经理人来说这是个不错的生意。基金经理人的成本没有像其收益那样快速增长。然而，他们没能与基金股东一起充分分享基金管理的巨大规模经济效应。他们实际上将经营上的经济化转化为了投资者支付成本的完全不经济。高成本因此成为我们行业的第二个主要缺陷。

“跟钱走”

我可以坦白地说，经营一个共同基金花费是很大的。我们来看看到底有多少。今年，在经营方面，基金投资者支付给基金经理人的总费用加起来一共大约 500 亿美元。这些钱都到哪里去了？我们无法清楚地知道，但是在我看来大约总数的 1/10——总共 50 亿美元——都花在了组合管理和投资研究上。（尽管追求高于市场的回报率的努力是徒劳的，但这恰恰是投资者希望他们的钱用来做的事。）大约总数中的 80 亿美元用在了推销基金份额上，也就是说，用在了为基金带来更多投资的努力上。（当然，这项花费并不能增加基金回报，相反只能减少支付的相应数额……或许还更多，但这是另一个话题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。）大约 170 亿美元用于为基金股东服务，就目前来说这是公平的。尽管这些“服务”有的仅仅是伪装的推销，而其他的则对投资者来说是达不到预期目的的。这些费用加起来已经是 300 亿美元。

但是基金股东支付的管理费和经营费用总共有 500 亿美元。你们可能会问，剩下的 200 亿美元哪里去了？根据我的粗略估计，其中 200 亿美元是基金管理公司获得的税前利润——相当可观的收入。考虑到基金经理人并未能给股东提供相当于市场所能提供的回报率，到现在基金业的基本经济学已经很明显了。如果我们假设用于组合研究和管理的 50 亿美元是合理的；以 20 亿美元用于推销的钱是达不到预期目标的；股东服务费用可以削减至比如 130 亿美元，那么经营这一行业有 200 亿美元就足够了。即使我们承认经理人有权获得比如每年 50 亿美元的利润，这已经不是一个很小的数额，这将为投资者每年节省 250 亿美元。

现在我需要警告大家，这些数字都只是非正式的估计。基金行业不会披露这样的数据，我也不会期望在可预见的未来能够自愿披露。但是，在一个充分披露已经被启发的环境中，这是应该被披露的。实际上，我已经向美国证券交易委员会建议开始着手进行行业的经济研究，以便有一天，我可以盼望，我们对基金经理人的利润状况有一个公开的认识，且基于确切的事实而非估计。充分的成本披露是唤醒对于股东花费的 500 亿美元的意识的良药。现在是如我在几年前水门事件时所说的“跟钱走”的时候了。

未来回报的缺陷

我们的第三个缺陷来自于这样一个事实，即两次大牛市在未来 16 年中不可能会重复出现。美国股市牛市行情的出现伴随着 6.2%的红利率和 7.7 倍的市盈率。如今，红利率为 1.3%，市盈率为 30 倍。大大推动牛市发展的是市盈率倍数的增长，而不是红利率和回报增长率这些基本因素。例如，标准普尔 500 指数当牛市开始时位于 120 点。现在这一指数保持在 1 300 点。不过假如市盈率维持在 7.7 倍，这一指数将位于 320 点，而非 1 300 点，几乎低了 1 000点。但是长期来看，股市回报率增长的基本推动力是红利率和回报增长率。

现在我们对股市进行一些初步的经济学分析。如果我们假定红利率为如今 1.3%的水平，未来回报增长率为 8%（长期回报增长率为 6%），那么未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅基于红利率和回报增长率的股票回报率将为 9.3%。我们再来作三个不同的假定：①如果目前的市盈率在 10 年后仍然维持在 30 倍，那么这 9.3%的增长率就是未来 10 年股票市场的真实回报率。②如果市盈率降至 18 倍，那么股票的年均回报率将只有 4.3%。③如果未来要得到 16%的回报率，2009 年市盈率需达到 57 倍。我首先排除第三种可能。因为在我看来市盈率未来有更进一步向上发展的趋势是难以置信的。因此，我想未来最好的情形将位于第一种和第二种可能之间。或许未来股市回报率可能会落在 5%～10%的范围内。由于较高的运营和交易成本，权益基金在未来 10 年的回报率将只有 2.25%～7.25%。

在债券市场，较低未来回报率的缺陷更加明显。债券市场 1982 年 8 月开始牛市的时候，长期国债红利率为 11%，年均回报率为 10.9%。如今红利率不到 6%，未来 10 年最可能的回报率只有 6%。我想未来 10 年的回报率不大可能偏离 4.25%～7.25%的范围。债券的未来回报率，实际上不可能达到过去 16 年的水平，也不太可能接近这一水平。

基金经理人在牛市期间攫取的基金回报的较高份额在较低回报率的市场上将会变得更高。因为基金经理人收取的单位成本（股东投资的每 1 美元的费用）——是资产的一定比例，因此，当市场回报率下降时，相同资产将会收取基金回报的更高比例。因此，假如我们预期未来回报率在普通股的 7.25%和考虑所有因素的 2.25%的股票基金成本（由于不断上升的基金费用）之间，股票基金成本将会耗去 33%，而非过去的 15%的市场年均回报率。在未来债券市场回报率为 6%的情况下，1.1%的成本将会导致债券基金获得 81%，而非过去的 85%的市场回报。在这些情况下，基金投资者将最终意识到过多的基金成本在共同基金投资的经济现实中所扮演的令人苦恼的角色。隐藏于牛市中的基金成本在一个不是很健康的环境中将会是破坏性的。当未来市场回报下降时，基金成本对于投资者的投资回报有着更大的负面影响，这就是我们行业的第三个缺陷。

巨大成功的缺陷

现在来说第四个缺陷：基金行业的增长。对于共同基金将其高成本降低一个有意义的幅度，从而战胜不可能，战胜市场，已经是没有任何希望了。这是因为基金行业的规模太大了。我们这个行业有关成功的话题已经产生了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其对立面。有句话说错了，事实应该是“没有什么事比成功更失败了”。沃伦·巴菲特曾说过：“皮夹子太厚是投资成果的大敌。”共同基金经理人，考虑他们所管理的私人账户，控制着美国 13 万亿美元股票资产的近 1/3。

即使可以论证基金经理人借助一些出众的技术在我们这个高度有效的市场所拥有的 4 万亿多股票，相比其他职业和公众投资者所拥有的其余 9 万亿美元，多出来的部分足够弥补他们可怕的高额费用，但是希望马上由于这样的事实而破灭：伴随它们令人惊愕的高组合换手率——仅在 1997 年就达到 85%，几乎是市场换手率的两倍——基金现在代表着几乎所有市场交易的 2/3。基金经理人显然是在相互进行交易，从而不可避免地将基金投资者作为一个整体在扣除成本前处于一个中立的位置。相对于股票市场（以及债券和货币市场），基金在扣除管理和交易成本前的博弈是零和博弈，而当费用耗去报酬的大部分份额时则成为负和博弈。

甚至在基金增长至如今这样庞大的规模之前，基金也未能战胜市场。实际上，追溯至 1975 年，当我向我们的领导人建议先锋集团应设立第一个股票市场指数基金时，我提供的数据就表明在过去 25 年中，积极管理的基金相对于标准普尔 500 指数有着年均 1.25%的差距。（这个差距较小是因为当时的基金成本较低。）现在，由于半个世纪指数优胜的明证，投资经理、经纪人、金融计划者、行业分析师和财经媒体是时候坚决否定认为“战胜市场”对于共同基金行业来说是现实目标的想法了。

行业对基金业绩的反应

到目前为止，共同基金行业很少发觉，如果还有一些的话，需要对这 4 个重要缺陷所表现出的问题作出反应。该行业自身在建立适当的用于比较基金业绩的金融市场指数方面毫无兴趣。当 1993 年证交会要求在基金年报中包含恰当的按年计算的市场指数——比如标准普尔 500 指数、威尔希尔 5 000 综合市场股票指数或者雷曼总计债券指数（覆盖整个投资级债券市场）的比较结果时——基金行业怨声载道，但尽管多数基金发现没有理由强调，却有很多理由将结果掩藏在年报中，最终他们还是不情愿地服从了。而且，尽管证交会要求这样做，大量有关基金回报落后于（经常）或超过（很少）指数回报的原因的评论却因为缺失而更加明显。

但事实是，即使最随意的经济分析也表明，如果市场指数对于经理人来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

说是不可能超越的，那么行业的反应应该是提供指数基金。当指数基金实际上能够保证 98%～99%市场回报率时，为什么要接受 85%或更少的回报率呢？实际上，在富达基金的彼得·林奇成为电视名人很久之前，他就承认“多数投资者在指数基金上可以得到改善。”一位前基金主席也公开说投资者应该意识到“共同基金永远不可能战胜市场”。然而，其他基金经理人有着不同的观点。其中有人最近嘲笑与指数作比较，《Money》杂志引述他的话说，“它（标准普尔 500 指数）是大盘增值型基金”，他这样为自己公司的积极管理基金辩解，说它们“和其他基金一样。我们的积极管理基金长期来看表现很好，只是在近几年表现稍差”。

当作出这样的陈述时，需要看到一些残酷的事实。第一，标准普尔 500 指数不是大盘增值型基金。大盘基金，按照通常的意见，由 50%增值型股票和 50%价值性股票构成。第二，关于“近几年”，这位经理人的旗舰增值基金，在 1994～1998 年间，其回报落后于标准普尔 500 指数累计 84 个百分点（159%对 243%）。我想“稍差”这个词如果慷慨一点地说，用于描述这种不足还是可以接受的。第三，“长期”，同一旗舰增值基金，其年均回报落后于标准普尔 500 指数 3 个百分点（12%对 15%），也就是说 25 年前投资于这一增值基金的 10 000 美元，目前的价值为 160 000 美元，而相同数额投资于指数价值为 324 000 美元。这一结果将“表现很好”的定义扩展到了无限大的范围。我想，住在玻璃房子中的人最好还是不要扔石头为好。

行业对成本的反应

毫无疑问，自从 1980 年以来，普通权益基金的年费用率上升了 40%——从基金资产的 1.10%上升到 1.57%。关于这点很多地方都有大量评述。但是，基金行业却认为基金拥有的成本在不断下降。这也是行业投资公司协会所认为的观点。也就是说，基于他们令人头疼和费解的计算方法，购买基金的成本实际上已经下降，从 1980 年的每年 2.25%降至 1997 年的 1.49%。基金行业得出这个结论是通过将销售佣金计入费用率，然后将结果与每年每种基金的销售额相比较。成本太高以致无法销售的基金不计。实际上在投资公司协会的方法中忽略了高成本基金经理人的成功和股东相应的损失。

考虑以下 3 个因素的动态组合：①免佣基金不断增长的重要性；②低成本市场指数基金的快速增长；③基金行业惟一共同拥有的共同基金联合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体——由一个在“成本价”基础上经营其基金产品的公司所采用的独特的组织架构（大家一定可以猜到这个公司就是先锋集团）市场份额相当可观的增长——那么基金行业所声称的，尽管看起来很有进取心，目前来说却是没什么用的。它不会有什么名气。因为它忽略了一个事实，即组合交易的高成本是一个主要的“拥有基金的成本”，它可能会增加——基金行业对此表示沉默——大约1%的基金成本，使总的年均成本增至2.5%。

甚至基金行业过分大方到赞许这一数据，伴以它的有些华而不实的定义被认为是无效的，然而，引用晨星共同基金的独立分析，这些数据却显示了“成本的下降是由投资者推动的，而不是偏向股东的共同基金公司”。少数基金家族“通过降低其费用，是值得信赖的，但不能由于少数几个公司的功劳和努力寻找它们的投资者的勤奋而相信整个行业”。无论如何，有很多关于这方面的争论。基金行业1.49%的数据与我所认为的理想数据1.57%并无多大分别。

行业对价格竞争的反应

最后，问题归结为基金经理人和基金所有者之间所获得的规模经济的份额。经理人攫取了最大份额——更为清楚地，几乎全部——的规模经济。因为这个行业的价格不是基于对投资者公平，而是基于交易的需要。价格竞争——至少，降价竞争（加价的竞争很多）——在共同基金行业明显缺失。退一步说，行业在这个问题上的意见是不统一的。投资公司协会的官方立场是：“我们要让投资者心中再无疑虑——共同基金在价格上竞争激烈。”

为什么基金费用率始终保持很高的水平呢？因为它们是看不到的，在历史上的大牛市过程中消失于基金业绩的混乱中。有多少投资者能够意识到股票市场和一般权益基金回报上的已经使他们在牛市中损失了35%资本潜力的巨大差距？有多少投资者能够意识到这些巨大差距大多是由基金成本造成？有多少投资者能够意识到是他们的市场中间人——基金经理人、促销人员和经纪人——攫取了这些收益？投资时基金股东提供了100%的初始资金，承担100%的市场风险，他们只得到了相当于股票市场65%的长期回报。资本市场的赌台管理者不必提供任何资本，也不必承担任何风险，却获取了其余35%的回报。这些经济现实很难代表资本主义的黄金时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否存在“激烈的价格竞争”？

如果存在激烈的价格竞争，那么基金行业如何解释这样一个事实——在投资公司协会对于基金“所有权”成本的分析中被深深地掩盖（没有任何评论）——成本最低的 10％基金每年将其费用从 0.71％提高到 0.90％，成本增加 27％[①]。（公平地说，投资公司协会的报告中也计算了成本最高的 10％基金，其成本下降了 9％，从强取性的 3.45％降至不太具有强取性的 3.15％。有人可能会想知道什么能够证明这些基金的正当性！）另外，如果存在价格竞争，行业又如何解释行业惟一的 VLCP（“低成本供应商”）在过去一年，代表了直销型（不收取费用）股票和债券基金现金流的 90％……同时没有显著的竞争性反应。（这是事实：先锋集团的现金流为 490 亿美元；其他直销型基金为 50 亿美元。）其他哪个行业中类似的新贵可以在没有任何竞争对手模仿其策略的情况下获得 90％市场份额呢？如何把这样的画面同共同基金面临激烈的价格竞争的论断相等同实在超出我的理解范围。

真正的价格竞争应该如何？答案非常简单。先锋集团的哲学基于低成本基础上的长期投资。竞争者必须以相当的热情投入指数基金的竞争。（“不顾一切”的进入方式是不管用的。）他们必须削减其管理费、降低其所管理股票基金的组合换手率。他们还必须削减费用、提高他们的债券基金的组合质量。这些改变可以使投资者获得利益，但是会削减经理人和股东的利润。这后面简单的经济事实是：市场份额的增加不可能足够维持经理人们现有的高利润水平。只要目前惊人的利润水平是经理人们的第一优先选择，基金股东就必须支付较高价格，行业的费用率也只会继续上升。

事实是，价格竞争并不能由这样一个既成事实所证明，即行业中存在一个 VLCP——先锋集团。（储蓄银行寿险公司的存在能够证明寿险行业是有价格竞争性的吗？）由于惟一竞争者所设立的低价格被其他基金公司所忽略，所以不能说存在“激烈的价格竞争”。实际上这样的论断体现于非常浅显的基础经济学：价格竞争不是由消费者行为定义的，而是由生产者行为定义的。

---

① 考虑到先锋集团在低成本领域占绝对优势——我们的费用率自 1980 年以来降低了 53％——我估计投资公司协会报告中其他“低成本”基金其费用至少提高了 40％。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解决方法：不清楚

如果控制共同基金行业竞争的是基金经理人野心勃勃的企业家精神，而不是基于信用的托管人身份——相信我，的确是这样——如果这些在取悦基金股东之前必须先取悦其公司股东的经理人，为了维持和提高价格而牺牲市场份额从而获得更多利润——就像他们正在做的——共同基金行业怎样给他们的股东应得的公平待遇呢?

到目前为止，古典经济学——供给、需求和价格关系——揭示了非常微弱的有关做改革推动者的迹象。对市场来说，对指数基金的需求并非没有迹象；一些其他公司已经在采用类似指数化的策略（虽然是以高于指数的价格)；至少有一个债券基金经理人正以较低费用获得较大资产规模；而且说起来很奇怪，广受尊敬的美国教师保险及年金协会也在向其固定年金和股票年金基础中增加低成本的共同基金。希望他们能够获得巨大成功！先锋集团需要一些高质量、低价格的竞争者来磨炼自身的竞争性边界。

但是如果市场竞争没有任何为基金投资者取代金融市场严重的随业绩增长而越发不利的经济状况时，还有另一个因素。土地法——1940 年的投资公司法——很明显是为了保护基金股东不受竞争失败的影响而给他们以公平待遇。该法案并未暗示允许经理人尽可能高的要价。相反，它要求共同基金董事将股东利益放在顾问利益之前优先考虑。证交会也在考察独立董事是否在做好他们的本职工作。我希望我的新书《共同基金常识》中的第四部分，可以为这一使命提供重要的信息。(投资偶像沃伦·巴菲特在其著作中也向证交会建议了本书的这一部分。）众议院已经就“改善价格竞争”举行听证会，尽管行业中的被任命者支持政党路线，但是至少有一位大学教授和“说实话的傻瓜”也被允许发言。我希望他们的发言能够认可我这一不同寻常的观点。

对基金股东来说还是有希望的。通过与这样的组织一起建立公众意识以及通过写作另一本书——这本书主要的目的是帮助基金持有者成为更加成功的投资者，但也着眼于改善行业价值和机构——我将尽力做好我应该做的事。

“把钱拿出来给我看”

我今天所作的关于基金产业的经济学分析，恐怕会有一些说教和枯燥，

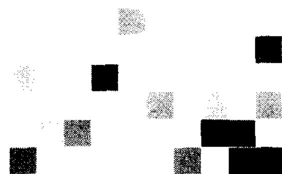
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:[redacted]

考虑到这个行业在过去 20 年的惊人增长，就更不用说醒悟了。但是我希望我的分析清楚地展现了一些关于投资的经济现实，这不仅体现在这个影响巨大的行业的防护装甲的裂缝中，而且也体现在牛市永远维持的不可能性之中。到目前为止，我已经惊呆于这个行业的经济现实将近 50 年了——从我 1949 年 12 月在普林斯顿大学开始编写我的题为“投资公司的经济角色”的主题文章时——但是我发现这些经济现实如今比以往更为有趣，也更有挑战性。

但是不要忘记共同基金行业最重要的经济角色，是尽可能使投资者——不论大小，也不论知识渊博或天真——以尽可能有利的方式，在最有利的期限、条款以及最主要的成本条件下实现他们的金融目标。是的，成本很重要。当金融市场最终回复正常回报时，在我看来是不可避免的，成本将更为重要。两年前，在一篇主要的有关共同基金的文章中，《新闻周刊》制定了一条投资者在共同基金投资中需要考虑得非常好的准则：“作为低成本投资者的座右铭：把钱拿出来给我看。”你们的钱正处于危险中，是时候提出要求了。把钱拿出来给我看？是的！由于时间就是金钱，复合方法既是奇妙的也是专治的，投资者越快意识到这个简单的现实越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章
磨炼共同基金的竞争优势



史密森尼论坛
华盛顿特区
1999年3月23日

在最近的一篇文章中，《福布斯》杂志提出了共同基金行业中的竞争力优势的问题。文章开头是这样的："对于一个相对来说没有大规模销售、不太出名的品牌，最后成为竞争激烈的行业中顶级品牌的可能性有多大呢?"福布斯的答案是："异想天开……不寻常……非常不寻常……甚至可能是独一无二的。"那么为什么这种情形偏偏就在共同基金行业中发生了呢?福布斯再次说明自己的答案："或许那称为先锋集团的奇怪的生意根本不是生意。它是一种信仰。"

正如你们所想的，这些话——比我客观得多的观察家将会去验证它们的准确性——在很大程度上是对先锋集团创始人在其使命中所抱信念的再次肯定。而这种信念是我差不多1/4个世纪之前，也就是1974年9月24日创办这家公司时就已经形成。客观事实也确实验证了先锋集团上升为行业领头羊地位的过程。当初一个只有10多亿美元资产的平庸之辈，而今已经成为世界上第二大共同基金公司。我们现在管理着4 600亿美元资产，而且净现金流入正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

以每月 60 亿美元的速度增长。

我们过去高达 30%的年增长率在行业中是最高的，我们的竞争力优势使我们在行业中的排名从第 12 位上升至今天的第 2 位。资产在直接销售的美国基金（这类基金没有销售费用）中的市场份额从 8%增至 28%，净现金流的市场份额从 0 增至 60%。换句话说，每流入免佣共同基金的 10 美元中就有 6 美元是投资于先锋基金。这或许会令你们吃惊——它甚至也让我吃惊！——取得这庞大的市场份额的公司，其销售哲学基于两个我早期所设定的基本原则：①市场份额是一种手段，而非目的；②市场份额是争取来的，而非买来的。

我们非常看重这两条原则。然而，先锋集团的市场份额却不断上升。为什么？我只能猜测市场份额不断上升是因为，通过提供给共同基金投资者出众的回报率，我们赢得了投资者的信心。实际上，福布斯所提出的是同一个问题，它用如此优美的词汇来形容先锋集团也表明上述猜测符合实际。在福布斯定期列出的“物超所值的共同基金”中，86 种基金中有 30 种——比 1/3 还多——都是先锋基金。其次的 6 家基金概念公司加起来也只有 29 种“物超所值”，比先锋集团还少一种。福布斯的选择告诉我们有关先锋集团投资哲学的重要性：我们的股票市场指数基金在全部“物超所值”的指数基金中占一半（2 比 4），债券基金占全部“物超所值”债券基金的几乎一半（18 比 41），我们积极管理的股票基金占全部“物超所值”股票基金的约 1/4（10 比 42）。很显然，福布斯把先锋集团的指数和债券基金看作我们的主要优势。我们的市场份额也证明了这点。在这两种基金的行业现金流中，我们占 70%多。

指数基金和管理基金

只有在指数和债券基金领域，成本才会在决定投资成功方面起主要作用。指数基金投资于某种股票市场指数的成份股，例如，以市值为权重的标准普尔 500 综合指数中的全部 500 种股票。因此，市场指数的回报率和指数基金的回报率的差别很大程度上决定于指数基金的费用率。结果是：成本较低的指数基金能够获得市场指数回报率的 98%～99%。例如，在一个年回报率为 12%的市场中，每年成本为 0.2%的指数基金能够获得 11.8%的回报率，或者市场回报率的 98.4%。

正如事实所显示的，很少——非常少的——积极管理的股票基金有这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的业绩。实际上，在过去 15 年，整个期间销售中的全部 289 种股票共同基金中只有 12 种——每 24 种里只有一种——业绩超过标准普尔 500 指数。而且只有两种在优势程度上是统计显著的（也就是说，它们每年的优势程度是相当稳定的）。而结果，尽管事实上相对很少的基金组织提供指数基金，如今这类基金在最近几个月流入权益共同基金的现金中的比例已经占到了 60%多。不是说指数基金很好——它们从来没有也永远不会超越市场——而是说绝大多数共同基金都不是很好。最近我曾看到一句关于普利策小说奖的非常精炼的评价："它瞄准平凡，从未有过偏差。"或许对于共同基金来说也是一样。当然除了"平凡"一词通常指的是"不好也不坏"，这一行业相比市场的历史可以被描述为……嗯，我实际上不需要描述它。让数字自己来说吧。

数字告诉我们，在过去 15 年中，标准普尔 500 指数的年回报率为 17.9%。一般权益基金（只包括在这期间存活下来的，去掉那些业绩较差而没有生存下来的）的回报率为 13.7%。差距为每年 4.2 个百分点。公平地说，标准普尔 500 指数由市值较大的大公司组成，期间其经营相比中小企业的股票要好得多。共同基金行业的投资范围更接近威尔希尔 5 000 指数，它几乎涵盖了整个美国股票市场。威尔希尔 5 000 指数在过去 15 年中的年平均回报率为 16.7%，因此共同基金行业与市场的差距变为较小的，但仍然印象深刻的（以其有违常理的方式）每年 3 个百分点。结果是：基金仅仅获得美国股票市场回报率的 82%——当投资者有 98%或更多的回报率可以获得时，出于自身利益考虑自然是选择低成本、高度市场化的指数共同基金。

成本和回报间的强大关系

但是，关于是否应把共同基金行业的历史描述为平凡——"不好也不坏"——不能到此为止。因为当一位投资者在 15 年期开始的时候投入 10 000 美元，将这些回报率进行合计，基金投资（甚至忽略掉在购买多数管理基金时必须支付的销售佣金）将可以增长至 68 600 美元，而相同数额投资于股票市场则可以获得 101 400 美元。基金购买者 10 000 美元投资所获得的资本升值，通过复合的魔力——或者应称为复合的权威？——仅仅代表股票市场投资累积升值的 64%（而非 82%）。这一行业，就我所知，还没有试图描述其努力的结果。但是我相信几乎所有投资者都会将其描述为"差"而非"平凡"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

权益共同基金相对于股市的严重不足很容易解释。它很大程度上来源于（我认为过高的）基金经理人所发生的成本。作为一个整体，结果是这些经理人所拥有的选股技术非常平庸，既没有以可论证的方式表现出强于街上的普通人，也不强于随机地向写有股票名称的墙上掷飞镖。由于这些平庸的技术，基金经理人在扣除成本前只能获得平均回报率，然后其成本最终落后于市场。（很显然，所有投资者作为整体也一定能做相同的事情。）在过去 15 年间，普通基金的年运营费用率约为 1.3%（现在更高），且已发生的组合交易成本可以很客观地估计为 1%，从而总成本达到 2.3%，或者几乎是 3 个百分点差距的 80%。（剩下的很大一部分是基金持有的现金储备，当市场增值时这部分权益基金资产就会发生损失。）

共同基金的成本问题同样适用于债券基金。例如去年，普通债券共同基金的平均回报率为 7.5%，而雷曼总计债券指数的回报率为 8.7%，这一指数有着可比的质量和到期时间。1.2 个百分点的差距大部分由债券基金平均每年 1.1%的综合（费用率和周转）成本造成。结果是：一个典型的债券基金投资者 1998 年的年均回报率是债券市场回报率的 86%。如果我们假设这些回报水平在接下来的 15 年中继续会如何呢？（考虑到现在 6%上下的利率水平，这一假设太为乐观。）投资者在 15 年期开始时投入的 10 000 美元所获得的累积增值，将只有债券市场等量投资所获增值（包括再投资利息收入）的 79%。

对于货币市场基金，随着时间的流逝也在发生着同样的事。当然在货币市场基金领域，成本和回报的因果关系应该最为明显和直接。的确是这样。毕竟，我们怎么能期望一个经理人——他必须将全部资产始终投资于美国国库券、高质量银行存单和商业票据上，且平均到期时间少于 60 天或 70 天——去发现深深隐藏于由职业投资者占据的高效市场中的大量额外价值呢？

即使它可以令人信服地发生，但它却没有发生。在过去 15 年，整个期间都在销售的 73 支货币市场基金中的每一支，扣除成本前每年的回报率都大约为 6.7%。扣除平均 0.7%的成本后，平均净回报率为 6%。但是单个基金的净回报从 5.3%（6.7%的总回报扣除 1.4%的费用）到 6.4%（6.7%的总回报扣除 0.3%的费用）不等。成本是真正关键的。经过 15 年的复合增长，普通基金上的 10 000 美元可以增加至 23 900 美元，而货币市场本身则可以达到 26 400 美元。结果：货币基金的年均回报率是货币市场的 89%，累积增值是后者的 85%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋集团 VS 竞争者

因此，无论我们是否对股票基金、债券基金或货币市场基金作出评估，历史记录都是很明显的：成本就是罪犯。这也是相当一部分先锋集团的竞争优势的来源。从我已经展示的数据可以很容易看出，维持最低可能的运营费用水平，从而使基金投资者能够获得最高可能比例的市场回报，这一点是多么重要。先锋集团的独特结构——行业中尚没有类似组织形式——使先锋集团不仅有意愿而且有欲望，去维持最低可能的费用水平，同时也有能力达到这一目标。

其他共同基金组织缺乏这种意愿和欲望，也缺乏这种能力。为什么？因为他们由外部组织经营，即私人持股的管理公司。这种公司在为基金投资者寻求高回报的同时，也为自己寻求最高可能的回报。这类公司中的一部分也是公众持股的，这种情况下他们的股票由投资者持有，这些投资者持有这些股票的原因和其他投资者持有微软或通用股票的原因是一样的：为自己赚钱。这些公众投资者相比基金经理人而言，更没什么理由去过多关注公司所管理基金的投资者的回报。这种基金股东与基金顾问之间的利益冲突源于共同基金行业的结构。经理人同时掌管基金事务和管理公司事务，因此从你们今天所看到的数据中可以发现，经理人有很大的趋向性，总是按照自身利益去解决这种冲突。

现在我们来总结一下。很显然长期中，投资成功基于市场回报在基金投资者和基金经理人之间的分配。在一个利益冲突完全按照基金股东利益来解决的共同基金行业组织中会发生什么样的状况呢？这也是开始于25年前的我所称的先锋试验的本质所在。不像其他基金组织那样——由外部管理者运营——先锋基金实际上拥有先锋集团，即我们的管理公司，并在一种联合分摊成本协议下运营。我们的运营完全按照成本价，基金控制着我们在行政、营销和投资管理上的花销。最后的结果是：我们的运营成本平均每年只有资产的0.25%，而普通共同基金（包括股票基金、债券基金和货币市场基金）约为1.25%。每年节约1.0%。这听起来并不多，但是4 600亿美元的1%就是46亿美元——而且是每年——代表着我们的股东所获投资回报的实际提升。经理人获得的市场回报较少，投资者获得的更多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不仅是费用率

我不想让你们认为，费用率上的优势对于一个内部持股基金管理公司来说，是其创造了共同的共同基金组织结构的惟一优势。这种结构上的差异可以产生一种全新的公司价值体系。当然，关键的优势是，真正的共享公司没有动力为外部企业资本或追求利益的公众投资者争取较高的超额回报，而是完全为它的基金股东创造超额回报。这类公司的全部公司战略都由其结构形成，即“战略紧跟组织”，例如：

• 较低的价格。在基于成本定价和向投资者索取尽可能高的价格之间存在很大差异。

• 对高质量投资者服务的特殊关注。真正的共享企业将其基金客户作为所有者看待，因为他们的确是所有者。

• 较低的风险容忍度。如果一个共享型基金能够将其风险保持在与竞争者同一水平，同时由于其低成本而提供超额回报，它为什么还要通过假设额外风险来寻求超额回报呢？它不需要。它也不这样做。（这种优势在债券和货币市场基金中尤其关键。）

• 最小化营销支出。基金行业中庞大的营销预算，每年要花费基金投资者上千万美元，但好处却只有基金经理人获得。一个真正的共享企业为什么要在营销上花费呢？它不会这样做。或者至少它不会花费这么多。

• 发展共同基金。传统基金公司的组织结构需要提供任何一种基金——不论是投机性的还是机会主义的——只要是市场需要的。股东持有型公司的组织结构需要向投资者提供能够获得最高价值——并且根据定义是最低成本——的基金。比如指数基金就不符合第一个例子；它符合第二个。这实际上也是我们为什么在 24 年前创办第一个指数基金的原因。（我们的第一个竞争者加入这一行列用了将近 10 年。）

在这点上，我要加入一个关于经理人和指数基金的进一步的认识。在传统企业中，经理人和指数基金显然互相威胁对方的存在。充分给基金投资者分配所有市场回报并不能帮助经理人为自己获得较高利润。然而在共同基金公司中，指数基金并不会威胁到企业的生存。每支基金都以成本价运营。思考一下。指数基金代表了对美国最成功投资者沃伦·巴菲特模仿得最为接近的程度。巴菲特先生反对“短期的票据交易”。相反，他选择“长期持有某种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产”。他是对的。巴菲特先生不屈从于每天都为自己的财产定价的“市场先生”的诡计。但是很少有共同基金能够维持这样的准则。这一行业每年的平均组合换手率相当惊人，达到85%，且有着上百亿美元的额外交易成本，从而将自己与短期交易者放在了同一位置。我们可以称这为投机。但是指数基金显然是资产的长期持有者。我们可以称其为投资。投资要好得多。

巴菲特先生说他对于股票的最佳持有期是“永远”。我说拥有一种覆盖整个市场的指数基金就是拥有每种美国公众持股资产……而且是永远。巴菲特先生对指数基金的重复认可不足为奇：“通过投资指数基金，无知的投资者实际上可以比职业人员做得更好。”这中间有着很大的差异——不仅在成本方面而且在投资哲学方面——在传统的积极管理共同基金和指数基金之间，这种差异不仅是在程度上，而且是在种类上。我可以大胆地说，我相信指数基金通过其显而易见的成本和回报间因果关系的示范，最终将被证明是一种不仅会改变共同基金行业的焦点，而且是改变其结构的投资媒介。

革命性的语句

基金行业的组织结构——实际上是全部的工作方法的变革——势在必行。然而眼前似乎还没有任何变革的迹象。成本必须被削减，因为所有这些共同基金所发生的支出——在管理费和运营费用方面、在营销费用和销售费用方面以及在组合周转的实现方面——在长期牛市中已经消耗了股市年均回报的至少1/4，大约每年4个多百分点，这还是在不计算税收的情况下。当市场回报回落到更为正常的水平——它也即将这样——这种消耗将是影响巨大的。

问题：那么我们应该做些什么呢？

回答：先生们[1]，大家必须意识到：①拥有最小支出的企业将拥有最终优势；②具有这种优势的企业最渴望改正目前的错误；③不能在现有条件下长期生存的企业注定会使每次改革的努力都无效。为使我们的企业免于毁灭，我们必须马上采取猛烈的改革措施。其中，首先必须降低费用。

这些话也许听起来有些理想主义和激烈——甚至是革命性的——因此我必须马上承认这些既不是新思想，也不是我的思想。它们是我的曾祖父费兰德·阿姆斯特朗的话，他持有财产领域共同保险的思想，并且在1875年创办

① 当今应该称为“女士们、先生们”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了菲尼克斯共同火险公司。10 年后，他又对密苏里州圣路易保险行业的其他领导人说了这些话。我在共同基金行业中的从业生涯以及我自己的信念，与他非常相似，这一事实也验证了就算是苹果的苹果的苹果的苹果也不会掉在离树很远的地方。

事实上成本在今天如同在 1875 年一样仍然很重要。它们不仅在保险和共同基金行业中很重要，而且在所有金融服务行业中都很重要。在那些起初成本就很大，又随时间不断增加，同时相对所提供服务的价值更容易衡量的领域中最为重要。这 3 个因素的汇合非常深刻地体现在共同基金行业的投资历史中。现在对于已经经历几十年上升过程的基金成本来说，是时候开始一个较长的下降周期了。

四代——两位作者——同一思想

将基金成本降至适当水平需要很长一段时间。我知道这点，只是因为我的曾祖父阿姆斯特朗的经历，他是在 19 世纪 80 年代和 90 年代从事财产保险行业的一位权威人士。根据他的传记，“他的方法具有独创性，而且矛头直指美国几乎每个公认的保险商。”或许是因自己的思想未能在火险行业中占据主导而感到失望，世纪之交他将批判的矛头指向了寿险行业。他写了一本经典的，如果有些放肆地说，题为“盗窃许可证”的书，副标题为“寿险，骗子的骗术。我们的法律如何抢夺我们人民的钱财”，出版于 1917 年。他的结语如下：

为什么谈论改正现在的罪恶？病人得的是癌症。病毒已深入血液。他不仅病得厉害，而且他对社会是危险的。把殡仪馆的人叫来吧。

当曾祖父阿姆斯特朗写这篇文章时，他的年龄与我的新书《共同基金常识：聪明投资者的新策略》两个月前发表时我的年龄是一样的。尽管我的这本关于共同基金的书比起他有关寿险的书温和得多，但是两本书却有着相同的要点：“……行业中已经包含了严重降低股东长期投资成功机会的活动……共同基金应该以最少的管理费用提供最大数目的投资回报，（但是）自然秩序已经大为改变。结果不仅否定了自然，更违反了常识……常识要求基金以所有者的利益进行管理”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金常识

在这点上，我想加入一些对于我的新书的评论。它不仅着眼于帮助读者在共同基金投资上变得更加成功，而且着眼于为共同基金行业的改革指出方向。尽管它在编排上像典型的著作那样需要连贯地阅读，但它实际上是22篇文章构成的一个系列，每篇文章都可以独立阅读。这本书前三部分纯粹是关于投资问题的，包括：①投资策略，包括金融市场回报的本质和资产配置；②投资选择，包括指数基金、投资类型和股票、债券及全球基金；③投资业绩，包括均值回归在金融市场中的重要作用，税收有效（和税收无效）和回报、风险及成本的时间影响。

这本书接下来两部分转到一些很重要的行业问题，它们在所有类型共同基金过去令人失望的业绩中扮演了关键角色。第四部分，“基金管理”描述行业对于它原先准则的背离，讨论作为我们法宝的市场相对管理的优势，批判基金董事未能维护股东利益，表明我刚说的行业结构改革的积极作用。当然这些题材，对于有关基金投资的书来说是不寻常的，但是第五部分的主题“企业精神”，更加不寻常。在这里，我认为共享型组织结构，或许对股东很有帮助，但却不够。除了结构，行业中的基金公司还需要共同的服务投资者的态度，这种态度由于其缺乏而显得特别突出。因此在第五部分，我冒昧地描述了共享型价值观和企业精神，这正是我作为先锋集团的创立者和领导人，在我们的企业中不断推崇的。

“常识”是充斥这本书每个章节的主题。它不仅是你我现在所知道的常识，更是托马斯·佩恩225年前在其文选中所提到的“常识”。它表达了对于殖民地人民“还没有足够先进到可以获得他们所喜欢的东西——只能提出简单的事实和苍白的论证”的情感，并且要求读者“将其眼界大大扩展到目前的范围之外”。我在我的书中向基金投资者表达了相同的情感。

除了最后一部分，这本书并不是关于先锋集团的。它大部分是有关我所深深抱有的关于如何成功投资的信念。我开头说到的先锋集团的成长，似乎反映了不断改进、实际上不断发展的对于这些投资思想、策略和原则的接受，而这些正是我要求基金投资者采纳的。主要通过这些方法，我们才建立起我们现在所拥有的竞争优势，这种优势使我们能够建立起一种《福布斯》杂志所说的可将我们与竞争者明确加以区分的组织结构和企业精神。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

竞争优势

考虑到我们在大多数竞争性行业中所观察到的事实——共同基金行业在所有方面，除了价格设定，竞争非常激烈——我们大概会认为，我们的竞争优势会受到挑战。在一个有着大约 30 个有力竞争者的行业中，你们认为会有多少企业对占有 60%现金流的领导者提出挑战呢？5 个？10 个？所有 30 个？然而，答案是没有。据我所知，没有哪个基金领导人曾经召集高级官员开会，并且说："这些家伙在抢我们的饭碗！让我们跟他们较量一下，面对面地！现在开始！"这从来没有发生过。为什么？因为挑战先锋集团意味着要以低成本指数基金、债券基金和货币市场基金，以及低成本的着眼于长期投资的保守型股票基金，来勇敢地对我们进行挑战。事实是我们竞争者的客户——他们的基金股东——的回报将会明显提升，但是他们自己的管理公司的回报将会被缩减——无论它们的市场份额提高多少。面对我们已经创造的竞争优势，整个行业的沉寂是相当可怕的。基金经理人没钱，或者看起来是这样，给他们的客户——他们的基金股东——以公平待遇。

尽管我们具有竞争优势，然而老实说，我很担心先锋集团未来的发展前景。我们目前可怕的规模对我们来说喜忧参半。明天、一年后，或者 10 年后，我们的规模都不会比现在小。尽管我们的指数和债券基金的最小周转策略相当大程度上抵消了竞争影响，但是规模越大投资就越难。规模越大管理企业也越难。我们的全体人员（我们没有"雇员"）已经从公司成立初期的 28 人发展至现在的 9 000 人。官僚主义开始出现。技术替代了越来越多的人与人之间的合作。各种看法都力图使自己占上风。我们的管理者和全体工作人员现在已经准备好进行一次完美的进攻，然而仅仅是持续维持我们的精神和价值就是一项很大的挑战。由于无可否认的比资产规模更加强大的对手，英国的喀奴特王，不可避免地无法阻止汹涌的潮水。

但是维持先锋集团现在所拥有的竞争优势也将是一大挑战。或许很奇怪，我记得我是在我们的资产规模仅有 80 亿美元，只有现在规模的 1/6 的时候第一次提出要勇敢面对这一挑战的。1984 年，我对我们的全体工作人员（那时只有 350 名工作人员）就"两个公理"的主题发表演讲。一个是"一事如意，万事顺利"，另一个是"没有什么事比成功更失败"。我警告我们的工作人员，我们的成功——即使是在很久以前的日子里——很容易导致失败，指出"无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

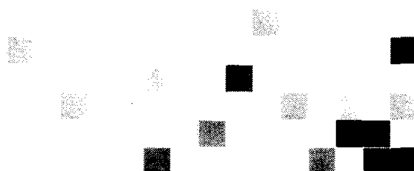
数企业都是在他们最成功的时候就埋下了他们毁灭的种子”。

回到我们 1984 年成立时的最初的竞争优势，我警告全体人员，一个公司做得和我们一样好时，“危险是认为它任何事都不会做错”。我还指出“当一个机构失败时，经常会发现一种情况：它忘了本”。我想可以说我们的竞争优势已经建立起来了。但是现在，甚至 1984 年，“我们能否维持它决定于我们自己”。如果我们继续给每个股东以公平待遇，坚持我们长久以来建立的价值观，继续以正确的方式做正确的事，记得我们来自哪里，不断磨炼我们的竞争优势使其更加有力，我们就能够迎接挑战。对此我深信不疑。但是如果至少能够有几个共同基金公司在此期间与先锋集团进行激烈竞争，那么磨炼我们的竞争优势就会更加容易。抱着这样的期望，我非常欢迎所有竞争者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章

由共同基金创造股东价值……或者为共同基金股东创造价值



会议演讲稿

投资者责任研究中心年会

华盛顿特区

1998 年 10 月 26 日

很荣幸在投资者责任研究中心开始为美国公众持股公司提供其第二个 25 年服务时，被邀请作这次演讲。实际上，据我所知，我是第一个得此殊荣的共同基金公司的高级经理人。很显然，我们这个行业——现在代表了美国最大的机构持有股票池——因缺席你们的年会而显得非常突出。

尽管对于你们为何在过去没有寻求我们的参与有许多正当的理由，但是还有——很荒谬的——少许我们为何没有对参与关于“美利坚公司”股东价值创造的讨论特别热心的令人烦恼的原因。由于这些我今天渴望与你们一起讨论的原因，我们的利己主义的谦虚——如果不是矛盾的修饰的话——现在已经处于转折点上。

“股东价值”的创造作为明显的公司战略的核心，很大程度上是 20 世纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90 年代出现的现象。它部分地由大机构投资者的领军人物所推动，主要是威斯康州和佛罗里达州，以及被机构投资者委员会的猛烈鼓吹所支持的公职人员退休计划和纽约城市基金。投资者责任研究中心和其他机构提供的重要研究都是无价的。这些英雄应受到美国股东的赞美，这些股东是——恐怕我们已经忘记了——我们的公众持股公司的所有者。

提升公司价值

当提升经济价值的责任成为美利坚公司的主要信念时，它也在董事会的使命陈述中被体现。例如，在我做了 20 年独立董事的财富全球 500 强造纸商米德公司的使命陈述中写道：

董事会的使命是为股东创造长期经济价值。董事会相信公司可以在创造经济价值方面，在同类企业中进入前 3 名……经济价值来源于全周期中利润回报高于通常由股东总回报反应的资本成本。

在米德公司的例子中，总回报由总资本回报率衡量，然后再与同类企业和美利坚公司总资本回报率进行比较。除了作为董事会评估企业成功的标志，这种衡量方法也是米德公司奖金系统的基本原理。

董事会所关注的——米德公司的董事会在这点上也不例外——是超额经济价值的创造，由超过资本成本的总资本回报率衡量。如果我们不能为股东获得相当于资本成本的回报，那么非常简单的逻辑，他们为什么信任我们呢？如《财富》杂志所说："股票真正的成本是股东投资于相同风险投资组合时所能获得的价值增值和红利。"

企业必须弥补其资本成本的思想并不新鲜。根据《金融时报》最近的一篇文章，英国著名经济学家阿尔弗雷德·马歇尔一个世纪前就已经阐明了这点。"但是"，文章补充道，"直到 20 世纪 80 年代它才被系统地应用于管理之中。"我们目前对于这一问题的表述方式是"经济附加值"，或者 EVA®。①

经济附加值可以简单描述为企业总资本回报率减去企业资本成本的加权市场价值，后者由根据债务和股本的资本权重加权的债务资本利息和股本资本的市场回报率（用贝塔系数进行调整以反应股本风险，衡量企业股价相对于标准普尔 500 综合股票价格指数波动性的传统方法）的平均值衡量。一个

① 尽管如此普通的词可以申请专利看起来很奇怪，但是 EVA®的确是思滕思特公司的注册服务标记。美国专利法的逻辑一直很让我吃惊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

简单的例子，如果标准普尔 500 指数的回报率是 15%，企业资本 100%为股本（没有债务），贝塔系数为 0.9，那么资本成本为 14%①。因此，经济附加值只有在新项目回报率显著高于 14%时才决定于投资资本。尽管这种统计方法的精确性有待商榷，但是这一概念代表了非常基本的常识。

投资回报的时间跨度和来源

如果我们都认同创造股东价值是商业企业的首要责任，那么一个次重要的问题是：如何衡量价值，在何种时间范围上衡量？长期来说，企业股票在股市中的回报率决定于其投资基本面——回报增长率和红利率。例如，美国企业在过去两个世纪中的真实回报率和红利率（经通货膨胀调整后）总体上接近 7%，几乎与股票价格 7%的实际回报率相等。长期中决定一切的是投资基本面，而非市场价值。

但是在短期，基本面通常会让位于投机的巨大噪音——市盈率。这一噪音的影响可以维持很久。以一年持有期来说，如表 13-1 所示，股票年基础回报率与其市场回报率之间的差距相当惊人，自 1872 年以来的 125 个 10 年滚动周期中，多于 2/3 的时期这一差距超过了 10%，80%多的时间中超过 5%。对于 10 年持有期，这一差距稍有缩小，几乎从未超过 10%，但 1/4 的时期中超过了 5%，2/3 超过 2%。25 年持有期的情况下，这一差距大幅缩小，少于 1/4 的时期中超过 2%，但从未超过 5%。

表 13-1 股市 125 年历史考察

持有期	基本面和市场回报率的差距		
	+2%	+5%	+10%
1 年	94%	84%	68%
10 年	62%	27%	3%
25 年	23%	0%	0%

注：举例说，5%的差距意味着如果基础回报率为 10%，市场回报率可能高于 15%或低于 5%。

我们只需考察 20 世纪的 70 年代和 80 年代就可以看出，在 10 年内可以发生很大变化。如表 13-2 所示，70 年代中由标准普尔 500 指数的回报增长率和

① 无风险利率+贝塔系数（股票市场回报率－无风险利率）＝资本成本。因此，5%+0.9×（15%－5%）＝14%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红利率衡量的投资基本面因素，每年获得13.3%的回报，而同期股市的年回报率只有5.9%。每年－7.6%的价值差距反映了市盈率从15.9到7.3的下降。作为比较，20世纪80年代中基础回报率为9.6%，同时价值差距增加为7.8%，市盈率从7.3到15.5，几乎翻了一番，总的年回报率为17.6%。以名义条款衡量，美利坚公司80年代的业绩比70年代差，这是就基本面（9.6%对13.3%）来说，然而以股市标准衡量，80年代比70年代好得多（17.6%对5.9%）。反击才是公平的游戏。两个时期综合来看，11.5%的基础回报率实际上和股市回报率接近。总而言之，投机噪音因为其不存在而越发重要。

表13-2 黄金10年紧随暗淡的10年

	20世纪70年代	20世纪80年代	20世纪70年代和80年代
基础回报率①	13.3%	9.6%	11.6%
投机回报率②	−7.6%	7.8%	−0.1%
市场回报率	5.9%	17.6%	11.5%
初始市盈率	15.9x	7.3x	15.9x
最终市盈率	7.3x	15.5x	15.5x

① 回报率＋红利率。
② 市盈率变化的年均影响。

我们知道长期来说，市场回报率代表了投资基本面——回报率和红利率——对市场中有关这些回报的投机的胜利。然而我可以毫不犹豫地说，最近这些年真正占据统治地位的是投机。这种趋势并不会使精于世故的凯恩斯勋爵感到吃惊，他在20世纪30年代早期就曾警告过市场中投机的重要作用，并称“……传统的对于股票的定价基于众多无知个体的大众心理”。虽然不能改变大众的观点，但是他指出，职业投资者应该将其投资策略的重点放在努力“预见公开定价中的变化”。

他的结论已经部分得到了验证。在过去30年，职业投资者在市场中占据统治地位。养老基金和共同基金的经理人在很大程度上替代了投资市场中的无知个体。这些职业人员不是努力为商业企业获得适当的价值，而是在他们的职业生涯中，着眼于试图预见股票公开定价中的变化。当然长期来讲，很少有人能够成功。

用市场回报作为标准的后果

更有甚者，将股市中产生的回报作为股票资本成本的惟一要素的做法存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

在一些很麻烦的问题。股票市场——正如最近的剧烈波动一遍又一遍地显示的——在短期是变化无常的投资行为——借用吟游诗人的诗句，是“痴人说梦，尽管充满喧嚣与狂躁，却毫无意义”。长期中——如同每个聪明的投资者，从艾伦·格林斯潘到彼德·伯恩斯坦再到彼德·林奇所知道的——决定股市回报的是回报率和红利率的总和。然而，短期中推动市场回报的是投机者对于这些投资基本面的估计——一天一天，甚至 10 年 10 年的，在这些基本面最终重申自己并且市场回复到长期标准之前都是这样。但只到下一个周期开始之前。

由于这些周期性的在悲观和乐观、贪婪和恐惧间的摇摆不定，企业经理人在 20 世纪 70 年代中创造出高达 13%的年回报率和红利率的巨大成功转变成了非常逊色的不到 6%的市场回报。尽管 20 世纪 80 年代中这些企业经理人不怎么成功，只创造了不到 10%的回报率和红利率，投资者情绪却发生了 180 度大转弯，估价增加了一倍多，市场总回报达到非常杰出的 17%。

以市场回报作为基本准则导致了公司治理方面一个很重要的问题：股票期权的诞生，并作为对经理人补偿的主要因素。在 20 世纪 90 年代的后半期，这种机制为那些在牛市中股票价格不断创出新高的企业经理人带来了巨大收益。暂且不说给经理人的报酬基于市场的一时冲动和未经稀释报告收益解释期权成本，还有一个关键问题是，当金融市场的重力法则——回归均值——失效，甚至在不间断的回报增长率情况下股价发生剧烈波动时，我们应该怎么做。

当这种情况发生时，通常经理人会告诉董事会：“我们的期权目前的缩水导致我们没有动力进行改善。我们需要动力；我们需要保留我们的团队；我们需要提高股东价值。因此，请给期权重新定价。”董事会通常也会倾向于这样做。虽然这是一种不正当的请求，但实践中的确是这样的。在投资者责任研究中心跟踪的 1 500 家大型企业中，几乎 10%的企业在过去两年中对其期权进行了重新定价。考虑到如此众多的股票在最近几个月价格猛降，未来一定会有更多企业进行重新定价。

重新定价显然是正在出现的一个公司治理问题。尽管它可能重要，也可能不重要，但是这种不具风险的财富创造（好方法）显然稀释了股东价值。我认为机构股东应与公司一起坚定立场，要求这种重新定价行为提交股东大会批准。同时，必须对重新定价的条款和规则进行监管，因为重新定价体系既可以“非常不公平”，也可以“在某些条件下合理”。我们应该反对前者，接受后者，尽管很不情愿。现在——在 1999 年代理期之前——对于机构投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者来说是时候向董事会和公司经理层交流其想法了。

整个股票选择过程，绝大多数基于简单的价格估计，这种方法很需要重新考虑。为什么选择未与企业获得的超出资本成本的回报程度，或者相比竞争者的业绩，甚至其股票相比整个股市的表现相联系？太容易攻击的目标导致企业价值在管理层及股东之间的既不恰当的比例，且扭曲金融体系。

我希望机构投资者和个人投资者能够意识到，仅仅基于短暂的市场回报而对企业经理人报以欢呼，而未同时考虑长期中获得超出资本成本的回报过程中包含的努力，是非常荒唐的。

机构投资者的崛起

市场回报看来已经取代基本投资回报成为衡量股东价值的标准，这一事实对公司治理有重要的意义。尽管必须为股东服务，但是关注回报的本质和衡量回报的期限的责任，将很大程度上转移到机构投资者身上。

如今，机构投资者在公司治理方面有着很重要的影响。在 20 世纪 50 年代初，机构投资者拥有不到 5%的美国股票。养老基金刚刚诞生，共同基金作为当时最大的机构投资者，也只占 2%的市场份额。但是到 20 世纪 70 年代，机构投资者的份额上升至 27%，1990 年升至 43%。目前，机构投资者已经拥有多于 70%的美国股票。实际上，仅 100 家最大的金融机构就拥有一多半的美国企业股票，价值高达 5 万亿美元。这些公司是能够控制美利坚公司的真正力量。

这些机构潜在的力量足以改变阿道夫・贝拉和加德纳・米恩斯在 20 世纪 30 年代早期[①]就已经在关注的企业所有权与经营权分离的趋势。就如当时纽约审计官奈德・里根在一年前所说，金融机构“给美国企业敲响了警钟”。他称这是继全球化竞争和企业兼并浪潮之后对企业经理人的第三次警钟。这次来自于热切希望提高回报、肩负谨慎地为受益人和股东最大化投资回报信托义务的机构投资者的警钟，可能是美国企业需要的最后一次。不论是否是最后一次，这次警钟的声音强度多年来有大幅提高，现在它是美利坚公司完全不能忽视的警钟。

机构投资者有能力将其愿望变为现实。仅仅三类主要的投资者——共同基金、国家退休计划和企业养老基金——就已经掌握了美国公众持股公司市

① 见《现代企业与私有财产》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

场价值的 40%，相比 1980 年的 5%提高了 8 倍。但是这三类机构的持有关系在这期间发生了巨大变化。如表 13-3 所示，15 年前，在共同基金放弃其领导权很久之后，企业养老基金占据了统治地位，拥有 68%的机构资产份额。但是这一份额现在被削减了一半，降至 34%。国家和地方退休计划的市场份额由 17%提高到 25%。增长最快的是曾经衰落的领导者共同基金，其份额从 15%猛增至 41%，现在是一枝独秀。

这三类机构资产池的托管人和经理人对于公司治理问题的反应的差异程度很大，以致很容易被误认为是种类上的不同。公众基金，我敢说，已经成了企业积极主义的先锋，然而私人基金——企业养老基金和共同基金——由于其缺席而越发显得突出。

表 13-3 三类主要机构投资者资产持有状况

	企业退休计划		国家和地区退休计划		共同基金		合 计	
	10 亿美元	百分比	10 亿美元	百分比	10 亿美元	百分比	10 亿美元	百分比
1983	350	68%	90	17%	79	15%	519	100%
1990	562	51%	293	27%	249	23%	1 104	100%
1993	938	45%	531	25%	634	30%	2 103	100%
1996	1 422	37%	956	25%	1514	39%	3 892	100%
1998①	2 005	34%	1482	25%	2396	41%	5 882	100%

① 第一季度。

机构投票积极主义关注重点的变化

很容易理解为什么当 20 世纪 70 年代早期非常重要的机构股东积极主义开始出现时，私人投资部门就逐渐消退。早期的很多小股东提出的与代理相关的问题，多半是关于社会和伦理问题——少数民族雇佣、污染、环保等。许多机构经理人对此或者漠然处之，或者认为应由公司经理人解决。据我所知，这些建议从未在股东投票中获得有意义的比例。

然而，20 世纪 70 年代晚期，第一个受到公众广泛关注的问题产生了：南非。在种族隔离教条下产生的严格的种族分离引起了投资界的注意，股东普遍认为公司剥夺了他们在南美联邦的利益。在未充分考虑美国企业是否是问题的一部分——或者是否是解决方法的一部分的情况下——这种压力，尤其是来自公众基金和学院捐款的压力，使许多企业撤离了南非，而同时其他企业接受将沙利文原则作为在南非经商的原则。许多机构经理人很快发现了新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资机会，通过提供“南非免税”组合避开了这一问题。（甚至指数基金经理人也推出了“S&P 500 Lite”组合。）南非的变化，现在已经使这一问题变得无关紧要。

但是到了20世纪80年代，公司业绩、公司治理、经理人薪酬和并购问题逐渐浮出水面。这些问题在公司提升股东价值的决心和股东可以影响公司政策、策略和管理的程度方面起着核心作用。这些问题不会很快消失。

各机构整体上对这些新出现的、与结局相关的问题反应不一。一方面，所有三类机构——私人退休计划、公众基金和共同基金的成员——普遍倾向于立即对提供大大高于现有市场价值升水的并购计划或收购要约作出反应。“长期前景分析应被谴责，首先提出来然后再提问”，就是暗示的反应。

另一方面，大的公众基金通常独自成为企业积极主义者，努力使管理层更加关注创造股东价值，以及在某些情况下代表企业提出建议，这些企业的管理层似乎无法得到信息。大公众基金——有着较长的投资期，较低的组合换手率和市场指数化目标——主动与那些被认为在股市中业绩不良的公司管理层站在一起，甚至要求改革董事会。历史似乎印证了，我在前面追捧的少数大的国家退休计划，在其采取主动影响主要企业决策的过程中已经获得了成功。

共同基金的沉默

在这些企业竞争过程中，共同基金经理人整体上（迈克尔·普利斯是个罕见的例外）落后了。他们很少（如果有的话）作出委托建议。许多，如果不是多数，以非常机械的方式进行他们的委托投票，而且未能谨慎参与问题的解决或自动根据管理建议进行投票①。为什么现在三大组织中最有潜力的共同基金是最为沉默的，几乎从决策斗争中消失了呢？

有很多原因。首先，提高股东价值是个长期命题，而多数共同基金是短期投资者。基金行业的年均组合换手率为85%，也就是说特定证券的平均持

① 注：我承认，先锋集团很少扮演积极主义角色，尽管长期担任先锋温莎基金组合经理人的约翰·奈夫对许多企业建议作出了直率的批评，甚至毫不留情地给相关企业董事会写信，可惜却没有获得显著成效。我们的程序规定员工必须对我们的代理产品（我们的基金拥有美国5 000家公司的股票）发生的所有问题进行彻底调查，而且我们依据先锋基金董事会所批准的原则对其进行投票表决。这些原则大体包括由公司董事会负责与社会责任相关的问题、反抗合并或接管障碍以及支持竞争性薪酬体系，除非有过分稀释情况。我们非常依赖投资者责任研究中心的工作。我的印象是只有少数共同基金遵从这样彻底的程序。美国教师退休基金会也有完美的投票程序，在公司治理问题上比先锋集团更加积极。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

有期只有约 1.2 年。（最高的前 25%基金，其平均换手率为 196%——持有期不到 6 个月——尽管较大的国家退休基金其换手率约为 10%～20%。）正如哥伦比亚大学法学院教授路易斯·洛温斯坦在其最近的一篇文章中所表达的，共同基金经理人“对短期股票价格表现出了持久的关注，而却完全忽略了特定交易中的微妙之处”。

所幸的是，有充分理由相信这种状况会得以改善。因为根据定义，有一种股票投资策略用于长期投资几乎是无敌的。这种策略不仅排除了短期“我不在乎”的态度，而且排除了长期中陈腐的“如果我对管理层不满意，我可以卖出股票”的观点。它就是市场指数化策略，共同基金投资者越来越信奉这种方法。10 年前，指数基金和现在一样多数跟踪标准普尔 500 指数，代表不到 1%的权益基金资产。如今，得益于良好的市场表现和强大的现金流，指数基金代表着权益基金资产的几乎 8%。考虑到今年指数基金已经在权益基金现金流中占有 25%的比例，可以预期指数基金资产在未来 10 年内将占到共同基金资产的 15%。

伴随这种突破性进展，指数共同基金将来必定可以达到目前指数化的股票在公众和私人养老金计划中所占的 22%份额。然而这一数字的增长犹如蜗牛爬行；1990 年，这一份额为 20%。因此或许通过指数共同基金，长期延迟的公众参与指数化策略的实现，将会在指数化策略目前在退休计划中充当的主要角色基础上，再增添相当的分量。由于自 1990 年以来退休计划的指数化发展缓慢（仅仅从 20%增至 22%），对普通投资者来说，接受这一相当成功的投资策略，同时给其发展注入活力正是时候。

指数化策略目前在所有机构总资产中占据 17%的份额，1985 年为 12%，1990 年为 16%，然而即使现在，在所有运用这一方法的股票（包括个人、捐款和直接拥有股票的银行信托账户）的市值中仅占 8%。当然将来还会有更大发展。表 13-4 表明了这种发展趋势：

表 13-4　指数化在股票资产中所占比例（10 亿美元）

	私人及公众养老金		共同基金		养老金及基金合计		美国股市	
	指数化资产价值	百分比	指数化资产价值	百分比	指数化资产价值	百分比	指数化资产价值	百分比
1985	$ 90.6	14.7%	$ 0.6	0.5%	$ 91.2	12.4%	$ 2 195.0	4.2%
1990	$ 172.7	20.2%	$ 4.9	2.0%	$ 177.6	16.2%	$ 2 957.6	6.0%
1993	$ 293.0	19.9%	$ 23.3	3.4%	$ 316.3	15.1%	$ 4 791.0	6.6%
1997	$ 672.0	21.9%	$ 141.7	7.2%	$ 813.7	17.0%	$ 10 271.0	7.9%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦投资者采用市场指数化策略，他们就会永远持有同一家公司的股票。因此提高经济价值的惟一方法就是实践比如识别私有企业的惟一所有者（首先是股东）这样的治理义务。很难想象指数化的趋势不会使所有机构——包括共同基金——不仅在投票策略和必要的时候作出委托建议上，而且在向公司董事和管理者表达其不同意见上，会变得更加勤奋。

但是共同基金行业现在大多数时候还是在一种市场体系的推动下发展，该体系在短期业绩上施加一个溢价，从而形成激励制度。这种制度下，过去获得杰出业绩的基金经理人可以获得奖励（较高的基金回报产生较多的基金资产，而较多的基金资产产生较高的咨询费）。惰性（“我们从未那样做过”）不可避免也是自我约束问题的一部分。尽管更多关注和全面的成本对于除小基金组织外的公司来说微乎其微，但是对需要付出努力的多数基金来说，积极主义的好处明显看来是不确定的。

我们行业面临的另一个问题是——这也是个非常重要的问题——潜在的利益冲突。当某一基金公司被选择来经营一个企业 10 多亿美元退休金或节约计划，或者出现涉及股东价值甚至敌意收购企图的问题时，基金经理人往往倾向于考虑企业管理层（即它的客户）的利益，而不是基金股东的利益。例如，在 20 世纪 90 年代早期，一个大型基金组织（不是先锋集团），曾经是强烈反对宾夕法尼亚州反接管法案的，却突然改变了立场，成了支持者之一。目标公司，该法案的强烈追捧者，很快便保留该基金公司管理其 401（k）节俭计划的权利。不论这只是巧合，还是一个独立案例，它都向我们发出了警示。

共同基金：大炮还是靶子？

除了基金行业不愿积极参与由我们的短期目标所产生的公司管理、我们在治理问题上的惰性以及面临的利益冲突之外，还有一个很可能是至关重要的阻碍共同基金摆出积极投资者姿态的因素。这个问题使我能够很巧妙地转到演讲的最后一部分：基金行业本身的公司治理和股东价值问题。由于“住在玻璃房子中的人最好不要扔石头”，在我们自己的房子尚且如此脆弱时，我们最好还是不要对我们投资组合中的公司提出有关治理问题的建议。我们不介意作为股东积极主义的大炮，但是我们不想成为目标。

简单说，共同基金对于美利坚公司创造经济价值所构成的挑战是有疑问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

的，除非我们能够为我们自己的股东创造更多经济价值。我们在这方面的责任很大，因为传统的共同基金管理系统，我认为，是对一般商业及金融企业治理规则的独特例外。在我们这个行业，基金公司只是个公司的外壳，是可交易股票和债券的持股公司，它实际上将其所有活动——从公司名称的选择、投资战略和策略，到其管理、销售和组合管理——都委托给了外部公司。

整个过程开始于基金经理人为管理基金给自己设定管理费。这要经过基金的非附属于管理层、但由管理层任命的独立董事批准。结果可想而知，恰恰实践了沃伦·巴菲特的格言："与自己谈判至少不会导致酒吧间的争斗。"对于那些不太熟悉我们这个行业的人来说，这种结构看起来一定很奇特，充满了潜在的利益冲突。事实正是这样，尤其是当共同基金的所有权向相对低收入投资者普及时。结果我们在美利坚公司看到的机构间的调解仅仅因为其缺乏而变得突出。

然而，这一行业对于这一体系有效服务于共同基金股东提出了有力论证。毕竟是股东选举董事，他们反过来负有保护股东利益的义务。不论是否过多，如同过去的业绩和潜在风险一样，成本被充分披露。股东可以投票反对提高费用，而且如果他们对基金不满，可以在没有任何成本（不包括资本利得税和销售费用）的情况下兑换其股份。所有这些在原则上来说是很正确的，但实际上，共同基金治理体系真的能够有效地服务于股东吗？

赚取资本成本不可避免的失败

回答这一问题的最好方法是回到我开始所说的创造经济价值的问题上。基金管理体系是否有效决定于共同基金为其股东赚取资本成本的程度。当然这样做要求基金为其股东创造至少是，我在开始所引用的《财富》杂志的话，"如果他们投资于相同风险的其他组合所能获得的价值增值和红利"。

我已经指出，商业企业基于其债务权益比例来计算资本成本，但是特定共同基金公司的资本中 100％都是权益，因此它的资本成本就是股市的回报率（根据基金的相对风险加以调整）。考虑到这一标准，共同基金作为一个整体，在赚取资本成本上必定失败。在这点上历史是很清楚的。过去 50 年，权益共同基金的平均波动风险与股市持平，但是长期来看却每年落后于市场回报约 1.5％，过去 15 年落后 2.25％。

共同基金整体上只获得 85％的资本成本的原因，是它们的高额成本——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不仅是运营费用和咨询费，还有组合交易成本。作为一个整体，其职业经理人尽管有专业知识，扣减成本前的表现仍然不如市场。因此它们的成本就注定了它们低于市场回报的命运。而且，它们的成本还在不断上升，因为咨询费不断攀升，同时还有 12b－1 这样的新费用种类，也因为组合换手率的增加。一般权益基金的平均费用率已经从 20 世纪 60 年代早期的约 1.0％上升至现在的 1.6％。同期全行业组合换手率从不到 20％升至将近 90％。总成本上升的"祸不单行"看起来是基金年均回报率低于资本成本的差额上升至 2％以上的主要原因。

基金董事如何有效?

共同基金治理体系在我看来，对这些问题负有相当大的责任。如果未能赚取资本成本的基金董事，像企业管理者那样，认同为股东赚取资本成本是个现实的政策目标，他们或许至少可以考虑解聘其经理人，重新聘任。尽管在法律上他们可以这样做，但是这种行为实际上从未发生。或者他们可以通过降低咨询费用找到问题的根源。但是实际上他们坚持提高费用，并且增加新的费用种类，即使这一建议的根据是很明白的：达到前 25％投资业绩的最短路径是维持后 25％的费用水平。

而且，即使面对大量证据都说明组合周转对股东的税前回报率有中性影响，对税后回报率有破坏性影响，董事们还是未加考证就接受了如今的高换手热。他们为什么在没有证据表明基金行业狂热和成本高昂的交易活动对股东有利的情况下，不对经理人施加压力，要求他们降低周转率？他们为什么不要求咨询人员提供可获得的低成本、被动管理的指数基金（它由于很显然的原因表现明显好于高成本、积极管理的基金。)？然而，大基金公司中很少有人愿意这样做。低成本指数基金实际上已经获得了相当于资本成本 99％的净回报率，相比一般积极管理基金 85％的比例高出一大截。

面对以资本成本作为标准——在共同基金领域这种衡量方法太简单了——以及多数共同基金一贯落后的明显原因，独立董事何在？尽管行业称他们为基金股东的监管人，沃伦·巴菲特称他们为"英国可卡犬"，《纽约时报》称其为"empty suits"。可以说历史上没有关于任何共同基金董事在面临基金一贯不能赚取资本成本，甚至这一差额很大时采取积极措施的证据。这实在不是基金行业引以为傲的历史。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奇怪的是，尽管我们对于将公司治理的严格标准用于我们自己的股东毫无兴趣，我们却不断将它们施加于我们的投资组合所涉及的公司。几年前，一位大型基金联合会主席给一些企业董事作了一个报告，他的基金组合持有这些公司的股票。他说他的基金需要“为我们关注存货、确保管理层做好其工作的董事……如果不是这样，董事会有权将其解雇、重新聘用新的管理者……（我们需要）对股东利益负责的董事会，而不是主席行程的被动的橡皮图章”。

除了“医生，治好你自己”之外，还能说什么呢。我简直不敢想象，即使是共同基金行业这一独特治理结构的最强烈维护者都敢说，我们自身的治理标准遇到了由基金领导人所设下的眼力的和现实的考验，即使我们已经开始以不断增加的热情将这些标准应用于美利坚公司。然而国家公司法在公司董事和基金董事的义务之间没有作出区分。联邦法律，实际上，在基金董事身上又施加了额外的责任，即外部董事制度，要求基金必须按照股东利益组织、经营和管理，而不是按照董事、管理者或投资顾问的利益[1]。

将创造股东价值放在公司管理的首要位置是个合理概念，是美国金融系统的信任条款，现在已经向全球发展。只有共同基金行业看来与这一过程绝缘。现在是时候提出这一问题，是时候对为股东创造资本成本的最大可能比例这一原则加以关注了。他们不应获得的更少。因为他们是我们的所有者。

---

① 见 1940 年投资公司法案，第 1（b）（2）部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章
基金沉默：共同基金投资政策和公司治理

公司治理和股东权利委员会

纽约证券分析师协会

1999年10月20日

50年前，当我在普林斯顿大学撰写关于共同基金业的论文时，我探测到了基金在公司治理中的重要地位。在先前的那个时候，虽然基金迟迟没有发挥它们投票决策的功能（“如果人们不喜欢管理，那么就把股票卖掉”），然而我却能够找到不少基金积极主义者的例子。其中最为著名的是发生在1949年的蒙哥马利·沃德公司事件，共同基金参与了把斯沃尔·艾弗里主席赶下台的努力之中。由于有了这些努力，几年之后，发生了几个士兵把艾弗里先生从他的办公室桌椅上“踢出去”的轰动事件。

我的论文反映了我从那时直到现在的思想。我预言共同基金迟早会像企业公民一样行使它们的责任，这只是一个时间上的问题罢了。“基金会把投资建立在企业的基础上，而不是用来做投资买卖。……基金将极大地代表投资公司股东的利益、以决定性的方式对公司政策发挥作用。”1951年，当我写下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些语句时，共同基金只拥有美国企业不到3%的股票，我希望基金的“声音”能够伴随着它们的“肌肉”不断地得到加强。

唉，我从来都没有这么失望过。半个世纪后的今天，尽管共同基金拥有了全部股票的23%，尽管共同基金经理（他们一般为养老计划和其他机构提供投资管理服务）控制了大约35%的股份，使得它们目前已经成为合众国的控制力量，但是我所期望的基金的强有力的声音也只是微弱的耳语罢了。马太福音上有句格言：“精神上乐意接受的，但肉体上却很虚弱。”我们借用并修改这个格言来比喻共同基金的处境，那就是：共同基金的肉体是强壮的，但是精神上却是不乐意接受的。

我想说的是，虽然大多数大型基金集团的管理者们都会仔细评论公司的代理人，但是他们却几乎都会毫无异议地签署关于公司管理的建议书。没通过足够的回顾，而只是简单地根据管理层的建议信就进行投票的做法（这往往是按照别人的要求去做的），不仅跟积极主义和辩证主义，也跟真正的公司治理过程风马牛不相及。一言以蔽之，共同基金无法担负起它们作为企业公民所应负的责任。

为什么共同基金消极地参与公司治理?

我们不难探索出基金消极的原因。首先，基金本质上是短期的投资者。我在普林斯顿写完论文之后的20年内，共同基金的权益资产组合的年平均换手率低于20%，但是今年的换手率却史无前例地攀升到了112%。对于那1/10换手率最高的基金来说，权益资产组合的平均换手率为166%，而对于最低的1/10（不包含指数基金）来说，平均换手率为64%那个骇人听闻的112%的换手率，意味着资产为10亿美元的基金在一年之内可以购买11.2亿美元的证券资产组合，并能够进行价值为11.2亿～22.4亿美元的交易。用另一种方式来讲，共同基金持有证券组合资产的平均时间长度仅为326天，这样的换手率根本不在长期投资的范畴之内，充其量只能算是一种短期投机。当投机成为这一活动的名字的时候，起决定作用的就不是股票的价值，而仅仅是价格了。就像哥伦比亚法律学院的路易斯·洛温斯坦教授所说的那样，基金经理“永远都只是强调股票的货币价格，而一个独特的商人会彻底地远离这一做法，这就是一般与特殊的细微差别”。纯粹而简单地概括这种现象，就是：大多数的基金经理都不关心公司的治理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许有人会问："资产组合换手率过高会带来什么样的后果呢?"它不仅是昂贵的，也会带来税收的低效率，因为金融市场上的操盘家都有羊群效应。当意识到对于基金持有者来说取得资本利得的代价根本就很昂贵的时候，基金公司也认识到了他们 1/3 的收益来源于短期项目投资，并且应征的税收高达平常收入的 40%。事实上，如果持有股票的期限为一年或一年多，资本利得的税收就会消耗掉这些收益的 20%；而如果持有期延长到了 15 年，这一比例就会降至 8%，但是几乎没有基金把一支股票持有那么长时间。

其次，虽然基金经理拥有了全部股票的 35%，但是他们的许多交易（大约一半以上）都是与其他基金经理进行的，这样的交易显然无法提高基金投资者的利益。的确，股票市场这个赌场上操盘家的存在，不可避免地减少了基金持有者所能够获得的回报，但是，从基点来看，基金所做的都是基于对股票价格短期波动的预期而进行的短期投资政策，这样的投资者很难成为公司治理过程的合格的参与者，因为在公司治理过程，股东的价值才是我们的口号。(这里我所指的"股东价值"的是基本的投资价值，而不是那些有投机行为的股东的价值，即：不是那种不择手段地提高股票的价格的股东的价值。)

共同基金积极主义的第二个障碍是共同基金行业的商业本性，基金已经变成了市场营销行业。投资经营者不断寻找合作客户，因为那是他们大量钱财和高额利润的来源。自从 20 世纪 90 年代中期以来，联合"401（K）海石竹计划"已经成为产生新的基金资产的主要驱动力之一，而联合养老基金计划也成了基金经理们的考虑对象。在公司客户的驱使下，基金经理们因为不愿冒被潜在客户责骂的危险而勉强地对公司治理这一有争议的领域投以热情。这种做法尽管会让人失望，但是并不令人惊奇。

第三个障碍或者就像基金行业所宣称的那样，是对于基金业来说，参与公司治理是一个昂贵的活动。在某种意义上来讲，的确是这样的。美国教师退休基金会是基金行业里惟一承担起公司治理的责任的典范。它拥有了大约 30 亿美元的股票和债券资产，每年都要花费大约 100 万美元去执行它的"辉煌的——多产的"公司治理规划。这一花费仅仅是美国教师退休基金会投资资产的 0.003%，但是这一举动给它带来的却是以成百上千万美元来计算的利润。

虽然小型基金经理无法为庞大的项目提供所需要的全部资源，但是他们至少可以让他们的证券分析师对公司主要持有人的治理计划作仔细的回顾分析。假定整个基金行业有 600 万亿美元的资产，全行业只需花 0.001%的资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为公司治理提供支持就可以为每年的公司治理活动带来 6 000 万美元的资金，这一数目远远超过了该活动所需要的资金数额。然而，现在每年花在管理、营销和运营上的费用支出就接近 60 亿美元，相对这个数字而言，这 6 000 万美元的资金就有如水桶中之一滴。即便是由基金本身而不是由基金经理来支付公司治理成本，基金费用率的变化也是微不足道的。因此，用一句格言来比喻，那就是：金钱不是目标。

第四个也是最后一个障碍可以用这样一个短语来描述，即：温室综合症。共同基金治理系统本身是经过严格的和良好的审定而产生的。合众国的其他什么地方有类似于一个外部的小公司控制了公开的大型的金融公司，而这个小公司和它的股东的商业原则是为大型公司提供处理日常事务所需的各种服务呢？我可以说：没有。正是这样一种系统结构导致了共同基金费用支出率的稳定上升，也正是这样的系统结构在损害基金持有者的利益的基础上给基金管理者带来了丰厚的回报。因此，基金经理不愿走出在公司管理过程中已经建立起来的“温室”，因为一旦他们拥有了某公司的股份，他们就成为了公司的活动家。我们理解这种“温室综合症”比接受起来更容易些。

消极的后果

如果公司的所有者无法控制公司，那么公司治理系统会出现什么样的后果呢？如果基金沉默了；如果联合的养老金计划已经到期了；如果个体投资者没有力量了；如果只有一些州和地方的政府的养老基金拥有投票权和意志力去提出异议，在这些情况下，公司治理系统又会出现什么样的后果？这就是 1933 年阿道夫·伯利和加丁纳·敏斯撰写《现代公司和私人财产》这本书时所面临的问题，他们一致认为公司治理问题会带来所有权和经营权的分离。虽然他们的预言在很长一段时间后才得到认可，但是这对于我们今天来说已经是一个严酷的问题了。不过，现在已经出现了这样的机构力量，它们也许能够解决当今的公司所有权和公司操作权相分离的问题。

然而令伯利和敏斯意想不到的是这种分离局面的新的调停者的出现，也就是金融市场的出现。特别是股票市场，它本身已经成了公司管理层和所有者之间冲突的调停者。管理层需求的是高补偿、额外津贴、工作稳定和对公司日常事务的控制；而所有者所要的则是真正的股东价值的最大化，二者之间的冲突可以通过股票市场本身来调节。甚至于克林顿总统的活动经纪人詹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姆斯·卡威利也想要通过赋予经济新的肉体来管理国民经济，他说："不是像总统制或是教皇制，而是像债券市场那样来管理。"因此股票市场这个表面上慈善而事实上却是一个"暴君"的新兴事物出现在美国市场上了，它起到了连接所有权和操作权的桥梁作用。然而，股票市场不仅要求效率、低成本、商业战略的合理化，而且还给管理收益设置了高额保证金。因此，在这些混合的动机下应运而生的股票市场事实上不是解决这一问题的完美机制。

管理收益

今天，我们生活在一个管理收益的世界里。公司经营者在进行管理的时候，他们往往会在公司懂事和稽查员的默许之下、在短期的机构投资者甚至是投机商和套利者的鼓舞之下从事业务活动，而不是按照长期投资者的需求行事。不管你喜欢不喜欢，公司战略和财务会计一样都只是聚焦在不断地满足大众的收益预期。人们希望收益能够稳定地增长（如果可以的话，至少12%以上），希望不要因为成本问题使得公司从一开始时就保证的预期收益降低。如果其他的一切行为全都失败了，那么公司就采用并购、一笔勾销和权益入股记账的方法来隐瞒真正的绩效。显然，所有这些创造性的金融工程都能够使得股票价格上升，肥了经理人，也给机构投资者带去了他们所想要的东西。

依我判断，如果股票市场是股票价值的仲裁者，它将能够更好地发挥它的功能；如果股票市场对股票价值的评估建立在一丝不苟的严格的公司财务报告上，如果股票市场关注的是公司的发展前景，那么它就会更有价值。然而，市场的导向似乎与之背道而驰，有很多有待于完善的空间。当美国公司的会计实践受到全世界羡慕的时候，整个国家却充斥着管理收益的概念。这一概念的理念是：为了平滑报告收益，公司聘请证券分析师为它每年的收益建立一个收益预期，然后每季度报告说公司"达到了预期的收益水平"，甚至说"超过了预期的收益水平"。在公司无法达到收入预期之前，它们会先降低"密谈的收益"，这样公司永远都可以达到它们的预期收入了。在他们眼里，这个世界是一个可以忽略商业收入和支出正常波动的虚幻世界，是成本可以消除"低收益奇袭"的虚幻世界。

管理收益在美国多数值得尊敬的大公司的价值观念里都得到了体现。对于微软，即使它的迅速膨胀、且本质上保守的实战使得它的报告收益打了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:[redacted]

些折扣，它也聚焦于产生一季接一季的稳定的收益增长，甚至于当它的收益显著地接近“最底线”的时候，微软就把股票期权作为员工和雇工的报酬，以此来冲淡资金收益恶劣的绩效。显然，把股票期权的价值算作报酬的错误的会计准则，会导致过分地夸大“最底线收入”而忘记了二者细微的差别，不包含期权稀释的“最底线”的数值才是华尔街所承认的事实。这种做法验证了沃伦·巴菲特提出的问题：“如果期权不是报酬的一种形式，那么它们是什么？如果支出不应该被算作收入之内，那么它们应该到哪里去?”

对于 GE（通用电气），不管它是否有会计上的伎俩，都是美国最成功的公司之一。GE 也承诺每季要保持两位数以上的增长。虽然 GE 的许多业务都是周期性的，但是分析家们也能够使得连续 10 个季度的预期收益与实际收益的误差都在 2%以内，据说其精确度可以达到 500 亿分之一，正是这些创造性的金融工程培养了 GE 这么非同寻常的精确度预期。

美国运通公司，市场上的另一个蓝筹股，也承诺有规律地满足市场的增长预期。今年二季度，为了能够达到市场预期的收入，美国运通公司把一笔应回收的信用卡账款证券化了。在管理层大会上，一位分析师对该做法提出了质疑，但是公司的董事会主席却为他们的收入平滑的做法进行辩护，最后大会采取了在席分析师投票决定的办法来处理该问题。结果，十之八九的分析师赞成这种弥补报告收益降低的做法。这简直是天崩地裂的一件事！整个华尔街都认可了管理收益这种做法。

这里，我与大家共同分享证券交易委员会（SEC）主席阿瑟·列维的忧虑，他认为：收益管理已经走得太远了。他举出了在重大重构转变中被滥用的东西，如：创造性的收购会计、“小甜饼干罐”储蓄、过多的“非实质性”的项目和对收益的不成熟的认可。我个人非常同意阿瑟·列维主席的观点，即：金融团体和公司管理层中每一个人都应该为会出现这样的风气担负一定的责任。从不正规的判断来看，管理收益是一个阴谋。但是我相信没有一个公司能够永远地这样来管理公司的收益，因为管理收益破坏了商业内在的周期性本性，甚至当我们认为波动收益稳定或者不断增长是理所当然的时候，我们必须认识到，在经济发展这条路上的某个地方，一定会有令人痛苦的跟人们算总账的一天的。

短期还是长期?

与所有的创造性的财务会计紧紧联系在一起的是股票市场盯住了短期的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

突发事件——失常情况，而不是长期的价值评估。在我看来，投资的最基本的原则是长久地持有该公司的股票，甚至是永远地持有——这是沃伦·巴菲特最喜欢的持有股票的时间期限。但是在今天，多数投资者的做法却与之背道而驰，他们购买一纸凭证，然后相互间频繁地来回买卖交易。这种做法往往没有认识到这样一句格言：在股票市场这个赌场里频繁地进行买卖活动，会增加操盘手霸占的市场回报的份额；而留给赌徒们的市场回报的份额就相应地不断减少了。那么，消费者的“快艇”或者用今天更时尚的话来说消费者的“喷气式飞机”在哪里呢？很明显，在这种环境下，成功的战略就是购买并持有股票，然后永远都不要再进入这个赌场了。

短期投机而非长期投资是我们的议事日程。现在股票市场的换手率已经达到了每年 100%，是 20 世纪 60、70 年代的 5 倍，也接近了 1929 年的 112% 的最大值。然而，不要弄错的是：1929 年的投机者大多是个体投机者，而 1999 年却大部分是机构投机者。唉，Lord Keynes 的判断是正确的，“专业投资者没有办法偏移无数无知的投资者的主要心理，他们就会努力去预测公众对股票价值的估价。”

回动过程Ⅰ：指数基金

什么东西能最终使机构管理者倒转这种逆生产的战斗，使他们从抵触长期投资转为抵制短期投机？什么东西能够使管理者明智地把他们的眼光聚焦于公司的基本价值？我想，首先是在现行的管理战略费用的基础上使投资战略指数化的增加。其中最根本的指数化战略是买进市场股票并永远地持有，这样的战略比迅速地在市场上卖掉股票的战略更能带来高回报。从另一方面来说，当进入“赌场”的投资者与操盘家分享市场回报的时候，“赌场”外的投资者也获得了市场的回报，因为操盘家只获得了比他的交易额所占的比例小得多的市场回报比例。20 世纪 80 年代养老基金投资战略指数化的应用迅速扩大，虽然这种趋势到 90 年代已经基本枯竭，但是仍然有大约 20%的基金资产是指数化的。同样在 90 年代，指数基金茁壮成长，从一穷二白发展到了现在占据基金权益资产 10%的局面。

自从 20 世纪 80 年代中期以来，指数化的养老金和共同基金的资产总和已经从 12%上升到了 20%。因此，机构资产中的这 1/5 跟交易和投机没有丝毫关系，而是做长期基本投资的结果。自从这些金融机构成为公司的所有者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不再是一纸凭证的交易商之后，提高股东价值这一惟一的追索权就促使金融机构积极地参与到公司治理过程中来了。

随着时间慢慢地推移，我希望指数化战略的成功能够使得明智的管理者延长他们自己的持有股票的时间。在一个融资不断制度化的金融系统中，股票市场吸引了众多熟练的、经过高素质训练的和经验不断丰富的专家，他们在这个发展水平越来越高的领域里相互之间不断地竞争着。当面临不断提高的成本和越来越有效的市场挑战的时候，他们就会质疑自己是否有能力通过狂热的交易来增加股东的价值，也就会认识到聚焦于公司治理才是进一步提高基本的股东价值的仅存的方法之一。

回动过程Ⅱ：经营者补偿的定时炸弹倒计时

机构管理者最终会转向股票的基本价值的第二个原因是：由于短期投机的聚焦和管理收益的盛行，管理者再也无法无视在我看来是定时炸弹的因素，即在美国公司的平衡表上不断增加的经营者股票期权问题。这个问题的一部分来自于期权本身的属性，期权的存在使得公司经营者对股票价格的上升比对企业基本价值的增加更加敏感，在牛市中，这样的报酬高得令人惊愕。对主管人员的补偿，大部分是通过股票期权，是工人平均的期权补偿的 419 倍，是 1990 年的 85 倍、1980 年的 40 倍。在某种程度上，这一对传统规范的极端扭曲改变了美国的社会均衡。

诚然，股票期权使得管理层和股东的利益紧紧联系在一起，但是这一做法也带来了不少弊端：第一，股票价格和股票价值之间的特定关系会被扭曲（在我看来现在的情况就是如此）。第二，尽管给定任何时期，任何一个企业只利用它们的收益的部分或者全部进行再投资就创造股票价值的增长，但是期权给了经营者搭便车的机会，他们没有提供任何资本也没有承担任何风险就可以获得股票收益。第三，不断膨胀的股票市场不像众所周知的涨潮一样，它无法很平等地使所有的船浮起，但是它会给那些公司股票滞后于市场的公司经营者带来平均的、丰厚的回报。最后，即使股票市场被认为是成功与否的最终仲裁者，它也只是给“成功”发放报酬，而不管是公司中哪类集团的业绩。简言之，股票市场上没有对价格的“门槛率”，使得期权在这个价格上具备可操作性但是却无法提供有效的激励，也不能使期权在这个价格上毫无风险地创造回报。潜在的收益稀释的数量是庞大的，有位分析师估计如果用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现存的期权进行稀释，标普 500 的报告收益将会降低 50%，这会把它调整的市盈率提高到 60 倍之多。企业给了股东很多东西，但是给他们带来的却是极少的实际收益。

期权化过程最恶劣的一面直到现在才开始显露它丑恶的嘴脸。当公司股票的价格一次又一次地受挫时，管理层就会以保证公司经营者持续地拥有达到目标的激励为名义，对期权进行重新定价。公司经营者这样看待问题是可以理解的，但是公司所有者是做什么的呢？基金持有者甚至比独资企业的老板更多地参与到大规模的降价中，也许只是因为流通的股票数暂时性地受挫；甚或是因为公司的境况已经稳定了 10 年，而它的股票价格却只是随市场的起伏而涨跌，这对基金持有者公平吗？当或者如果股票市场大跌了，近几年内出现的期权重新定价的欺骗性“小溪”将会变成一股急流。如果基金持有者不站出来反抗，这将导致实物收益稀释，很可能使市场的下降趋势恶化。机构投资者们，你们要谨慎啊！要有确实足够的意识去应付这些问题啊。

回动过程Ⅲ：行动起来

我希望基金经理们能够苏醒过来（希望不是徒劳），希望他们迟早（我祈祷越早越好）能够看见曙光，采取长期投资战略。到那个时候，基金行业的经营理念就会从一心地聚焦于市场和营销过渡到聚焦于对投资者委托的资产的管理上来了。我今天所讨论的问题涉及到了股票市场上的短期投机，涉及到了管理收益和经营者股票期权，我希望这些问题能够被记录下来。共同基金拥有是否执行结构性转变的投票权，它们早该与州和当地政府的养老基金与美国教师退休基金会联合起来，积极地参与到公司治理过程当中去，不断提高股东的价值。到了他们实施所有权的时候了。

如何运用这种力量呢？一种方法是让我们的投资公司协会（ICI）领导着全行业致力于公司治理（今天我呼吁这一努力应该开始了）。然而到目前为止，基金行业的努力不是聚焦于投资公司协会和它们股东的利益，而是聚焦于投资经理和他们所有者的利益。无论 ICI 的游说活动、监管、和市场营销的努力对基金经理多么有效，我们也无法辨别基金经理是不是把基金持有者的利益放在了最先考虑的范围之内。我不能够确信 ICI 是否曾经就基金在公司治理中的角色和基金作为公司所有者应该负担的责任举行过圆桌会议或者是讨论会，但是现在，共同基金和基金经理已经有了足够的投票权，这一问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题已经不能再被忽视了，现在已经到了 ICI 发动全基金行业共同努力的时候了。

然而，如果没有效果，我们也没有正当的理由来说明大型基金组织没按照监管制度的要求进行讨论公司治理问题和个别公司的活动，在这一点上，也许机构投资者理事会——多数州和地方政府的大型养老基金都积极地参与到当中来，而共同基金则没有——提供了一个重要的典范。许多经理组成的一个小团体所控制的投票权引起了公司经理的注意。例如，菲德里特基金、先锋基金和资本联合基金各自控制了多数大型公司 1 000 万～2 000 万股的股份，它们通常能够代表公司 5%～10%的投票权。迄今为止，这些基金经理很少参与公司治理，一旦他们形成了公司活动家的核心，其他价值取向相同的基金必定会融入到他们中来。据我了解，从 1992 年以来，证券交易委员会政策已经允许股东之间进行更多的交流，所以如果基金行业没有行动起来，我呼吁所有持长期投资价值观和对公司治理有高度责任感的主要公司联合起来，共同执行公司治理。

让我们回到 1940 年，就像我在普林斯顿大学的论文所报告的那样，证券交易委员会号召共同基金“代表更多的在公司中说话没分量的和低效率的个体投资者，与同样感兴趣的投资公司一起进行活动”。即使是 60 年过后才开始这样的行动也为时不晚，现在共同基金拥有了大量的股票，他们可以通过对公司日常事务发挥决定性的影响来行使权力。所有权不仅意味着权力，也意味着义务，如果基金行业的角色是增加股东的价值，那么越早进行公司治理，对投资者和金融市场就越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章
困惑我们的问题：独立董事何在？

北美证券管理者协会
加利福尼亚州圣地亚哥
1991年10月21日

有时候任何行业都会迷失方向，这看起来几乎像是通行的弊病。在这个机会主义盛行或者是无知多变的社会里，企业及其所在的整个行业已经失去了它们赖以成功的原则。华尔街大型上市公司的诽谤行为只不过是最近的一个例子；汽车行业应对国外竞争的严重失利以及在产品质量和安全性方面的滞后则是其中另一个例子；而储蓄和信贷资金从住房抵押向房地产投资的大量流动也是其中的例子之一。

在我看来，今天的共同基金行业也处在同样的境地。在很多的领域内，我们失去了我们传统的方向。太多的管理型共同基金公司——无论是大型公司还是小型公司——都在追逐更多的资产以及更高的利润（给予股东的利益却是更少），而不管付出多少成本，不管是否向投资者进行充分而又公允的信息披露。

在今天上午短暂的时间里，我主要发表下面一些观点：①规模不经济应该转变为规模经济；②费用的上升以及费用的构成是令人震惊的；③声名狼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

藉的 12b—1 计划带来的有害影响是，增加了现有股东的成本——不管出于何种原因——以吸引新的基金股东；④基金报告的信息披露，在某些情况下已经到了令人不能容忍的地步；⑤最后不容忽视的一点是，基金广告片面散布投资收益的信息，而忽视了投资回报中两个永久不变的因素：风险和成本。那么，我将就如何解决这些问题提出一些自己的看法。

（1）规模不经济。当我在 40 年前进入共同基金行业的时候，这是一个以股票投资为基础的行业（即没有货币市场基金，只有少量的债券基金），拥有的资产合计为 25 亿美元，平均的基金费用率为 0.72%。30 年后的 1981 年，权益型共同基金的资产总规模已经达到了 400 亿美元，平均的费用率为 1.04%——每年平均增加 1 个基准点（0.01%）。

现在，权益型共同基金在 1991 年资产总额达到了 2 500 亿美元，平均的费用率上升到了 1.45%——每年平均增加 4 个基准点，或者是比以往增长了 4 倍。总之，自从 1981 年以来，共同基金行业的费用总额从 4.7 亿美元上升到 35 亿美元，增加了大约 8 倍，而共同基金行业的总资产却只增加了 5 倍。其真正的问题并非或者根本不是费用率为何上升如此之快，问题在于费用率为何没有下降。在共同基金的经营中实质上存在着规模经济的问题，我在基金管理费用和 12b—1 计划两个方面的观点，将分析为何管理费用的上升超过了共同基金行业蹒跚的资产增长率。

（2）费用增长和费用构成。共同基金行业具有惊人的利润率，最近几年很多共同基金公司经理人从他们经营的基金公司中提取的管理费用不断增加。这些费用的增长是合理的吗？当然，每家公司都必须回答这一问题，这里我将给大家举一个典型的例子。

1990 年，一家资产规模为 50 亿美元共同基金公司的年管理成本为 820 000美元，而基金管理年收费为 5 370 000 美元，每年可为基金的顾问服务提供充足的运营利润 4 550 000 美元。然而，这样的利润显然并非上限，共同基金的管理费用随后上升到了 7 050 000 美元，基金经理的年利润也增加到了 6 230 000 美元——或者是管理费收入的 88%（这些数据并非是我计算出的，而是直接来自于基金的代理人）。

然而，现有共同基金公司管理费用的增加只是问题的一个方面，另一个方面是共同基金并未从实质上按比例降低管理费用，以明确说明其具有规模经济。但是，可能最为重要的是（人们甚至称之为不合理），有时候刚刚成立的新基金也会出现较高的管理费。这里有两个例子可以说明这个问题。

1987 年，一家货币市场基金要求的年费用率为 2.1%（去年为 2.2%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前，货币市场工具的收益率约为5.8%，主要的货币市场基金在费用率为0.5%的情况下，提供的净收益率大约为5.3%。而该货币市场基金的收益仅为3.6%。（令人感到奇怪的是，居然有人会持有这种基金。）

一家30亿美元规模的政府正向基金（可能叫做政府负向基金更为合适——自从1987年首次发行后，其净资产价值从每股9.47美元降到7.17美元）的费用率为1.97%。该基金经理慷慨地同意将管理咨询费降低到1.92%，其在1990年的管理费用总计为25 565 000美元（比过去降低了1 675 000元）。那么股东在这些高额的费用支出中得到了什么呢？该基金投资组合中包括了3个回购协议（一个是关于联邦国民抵押协会的股份，另外两个是关于GNMA的股份），以及7种美国财政债券。这种投资组合看起来好像并不需要收取2 500万美元的投资咨询费用，因为就我看来，即使需要部分费用，也不必花费如此大的金额对政府债券组合进行信用分析。更有甚者，该基金在1990年年报中发布了基金主席声明，其中的第一句话是："作为我们持续努力降低费用的举措之一，我们在这份报告中并入其他6家（同一集团的）固定收益基金公司的年报。"为什么股东不赎回他们的股票呢？可能其中一种原因是他们不想认赔出局，另一种原因是他们必须为此支付高达6%的手续费。（这种所谓暂时性的延期销售费用是保护基金隐秘的最好方式之一。）

（3）12b—1分配计划。无须多言，该计划意味着以增加现有股东的成本为代价来引入新的股东。自从12b—1分配计划于1980年推出之后，就成为了基金行业通行的规则。目前，有1 861家共同基金公司——占现有3 226家共同基金公司总数的58%——实行了该计划。总的来说，12b—1计划在去年使共同基金的投资者们付出了12.3亿美元的购买成本，也使共同基金的费用率额外增加了0.26%。

通常认为这些分配计划能使共同基金公司增加它们的资产规模，因而能够产生规模经济。然而，事实上，除非是规模很小的基金公司，由资产数量增加带来的规模经济只是起到有限的作用。也就是说，一家基本管理费率为0.75%的基金公司，随着资产规模的上升将其费用率降为0.5%（下降幅度远远超过我所知道的任何一家基金公司），实际上也无法恢复即使是0.5%的分配费用率产生的沉没成本。我要补充的颇具讽刺意味的一点是，这种观点可以扩展到更大资产规模下的审计费用和股东报告费用，它们都不可能提供可计量的利润。

12b—1计划还被认为能够形成更加稳定的现金流，使基金提高回报率，这样可以使股份赎回的可能性尽可能降低，股份赎回要求基金公司在股价下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

跌时卖出其持有的投资组合股票。不管怎样，我看不到任何能够实现这一目标的证据，但这并不是重点。事实上，即使分配计划确实增加了现金流，也并没有证据说明具有正现金流的基金公司都有较好的回报率，也没有因现金流出而引起的投资管理问题（卖出证券的需求），这与现金流入产生的问题（买入证券的需求）不同。

而且，对一个新成立的基金来说显而易见的是，共同基金公司并不能引导自己走向成功。例如，一家业绩很差的基金公司，只能徒劳地花费（很多基金公司这样做）数百万美元的资金，而无法克服其投资顾问导致的投资失误。共同基金公司——像所有其他公司一样——不应该对绝对的正确作出保证。

但是，我并不是说 12b—1 计划完全是错误的。更确切地说，这些计划在以下情况下是合理的：第一，分配所带来的费用能够被资本投资所弥补，从而能使付出资金的基金股东获得利益；第二，能够提供充分的、明确的信息披露。事实上，股东代理人的声明中应该这样说（实际则不然）：“这一计划将增加您的费用支出，并且相应减少您的收益。毫无例外，或者现金流入量将增大基金的业绩，或者现金流出量将减小基金的业绩。共同基金公司的资产增加可能有利于，也可能有害于基金股东的利益，但它确实增加了咨询费用，或者提供可能增加基金收益的额外收入，或者销售了更多的基金股份，或者得到额外的利润，或者三种情况都有。

（4）基金报告的披露。基金报告向基金股东披露的信息质量通常是浅显的，数量通常是有限的。长期以来，许多基金报告失去了有关基金回报的最基本信息。通常评价基金业绩并没有一定的标准（即市场指数或者具有可比性的同类企业），基金公司的执行总经理——通常由总经理或者投资咨询经理担任，但他们不对基金公司的董事长负责——对于基金的经营成果是否令人满意几乎不作任何评价。太多的基金报告装潢考究，但缺乏实质性内容。

货币市场基金的年度报告（以上所述）在年终甚至根本不提其 3.6％的年收益率。（每周发行的报告也不显示目前货币市场基金的收益水平。）

在隶属于同一共同基金公司的两家权益性基金的年度报告中，其中一家基金声称其当年收益超过了标准普尔 500 股票指数，并且提供相关的数据，对其大肆宣传。而另外一家基金的收益则没有达到这一目标，也没有提供相应的数据，一直保持沉默。

在经历了糟糕的 1990 年度后，一家高收益的债券基金提供了一份年度报告，该报告厚厚的封页印刷上了色泽鲜艳的文字，报告正文中穿插了许多有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趣的图片，并且声称“否定报纸上的评论，吸引投资者对高收益债券的关注”。深入研究该报告最后部分的财务报表，这一首要的和惟一的参考依据说明了这样一个事实：该基金当年的净资产价值从每股 7.48 美元降到了 6.30 美元。

（5）基金广告。我认为基金广告完全脱离了控制，其大肆散布基金投资的收益，实际上忽视了风险和成本——除了在很小的脚注中标明。在基金行业中普遍流行的一句话是：不要忘记阅读细小的文字。这几乎很难说得上是赞美之词。

在我看来，“我们是行业第一”的广告词实在令人无法容忍。当所有的广告都在宣传“过去的结果不能作为未来的预期”时，似乎包含一个明确的暗示：如果投资者在将来想要达到最高收益，这就是他应该购买的基金。当然，那些广告词的刊印者们非常清楚，过去和将来实际上并无任何联系，所以广告宣传的内容是非常荒谬的。市场投资可以划分为许多不同的时期，数量众多的共同基金公司又各自有不同的投资目标以及不同的资产规模，在某种程度上要达到业绩“第一”是具有限制条件的。在一家基金公司的例子中，所谓的“业绩第一”，只是指资产规模在 25 000 万美元和 50 000 万美元之间，基金公司数量限制在 12 支成长型基金范围之内，投资时间为 1971 年 3 月 31 日至 1991 年 3 月 31 日期间。（在此前的 12 月内，在 24 支基金中该基金名列第 18 位。）

在过去的几年里，许多基金广告类似于布鲁明戴尔公司销售廉价产品的广告。这类广告大都发生于高收益的货币市场基金和债券基金，通常基金的投资顾问专家暂时不收取咨询费用，希望能够吸引对费用比较敏感的投资者。（我希望不同于《投资公司法案》第 15 节 a 条款 i 条对此行为的解释，该解释要求咨询合同中必须“精确地描述所有的补偿条款”。）谈到管理费用，一位基金行业观察家这样评论：共同基金行业有其本身的行为准则，费用率低的基金公司必将繁荣。同样，这也并非是赞美之词。

我对费用的论述就到此为止，共同基金的费用实质上都具有相同的根源，这种看法正在逐步地深入人心：“共同基金只不过是在经营一种消费产品，而不是为他人投入的资金提供谨慎的信托服务。”我承认，共同基金行业具有以上两种特点，但是我相信从 20 世纪 80 年代直到现在这段时期，共同基金经营的特点（为了扩大市场份额而不计成本）明显增强，而信托的特点（正确的投资计划、公平的价格和充分的披露）相应减弱。

从辩论的角度出发，假定我的观点是正确的，那么大家认为如何才能保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

护投资者的利益呢？

州政府有关证券的规定我认为逐步消除州政府在 1978 年对费用率的限制（费用限制存在的地方几乎缺乏需求）能够对基金费用率的提高起到重要的作用。在这些规定中，大型基金公司的费用率实质上被限定在 1%的范围，小型基金公司的费用率则限定在 1.5%（目前基金行业的平均费用水平接近于 1.5%）的范围。然而，我还认为期望州政府作出回应是不切合实际的，州政府无法放松对基金宣传和广告的管理方式，即使这的确是切实可行的。

媒体新闻媒体实际上并不关注基金代理人的咨询费用以及 12b－1 计划的建议。但是由于 37 000 000 个共同基金股东的存在，很难让人相信基金咨询费用的变化以及相应的变化趋势不存在新闻性。当增加的费用转嫁到股东身上时，一切就不再是“阳光明媚”的和平景象，相应的基金管理人就会被废弃。这些问题可能由于时过境迁而不必过于担心，因为管理费用持续的扩张不可能永远继续下去（我并不这样认为）。但是，投资公众的兴趣在于基金成本的进一步公开，如果媒体减少对上月或者上年度最佳基金（通常产生于偶然的机会）的关注，这并不是一件坏事。毫无疑问，必然有一些基金的业绩将会排名第一，这正如抛硬币一样，有人可能连续 10 次抛出正面。它们的区别在于，成功抛出硬币的人会被遗忘，而成功进行投资组合的基金经理会被奉为典型，并且由于具备特别的投资技巧而获得声誉——至少在短时间内是这样。

证券交易委员会我认为证券交易委员会应该尽快推出有关规则，要求每一支基金在年度报告中提供有关经营成果的讨论和分析。这种讨论涉及到反映基金业绩的全部数据，不同标准的比较性数据（相应的市场指数以及同类型基金的数据），以及关于年度经营结果和如何进行评价的说明。更为重要的是，我还敦促证券交易委员会，在其即将实施的《投资公司补充法案》中，对共同基金的董事提出明确的、法定的受托责任标准。遵照这一法定标准，我相信所提出的这些问题将在很大程度上得到解决。

基金的独立董事的神圣职责在于关注共同基金股东的利益。但据我所知，共同基金的这一职责从未正式被提出并形成法律条文。我认为，联邦政府的信托标准对于共同基金董事来说是一个强力的规范标准：管理费用的增加必须公平合理，基金分配的费用必须能够得到补偿，基金年报必须披露明确的基金收益（以及董事如何评价业绩），新加入的股东仅通过广告就能了解关于基金风险、成本以及收益（不是在字体很小的脚注上）的充分而又公开的披露。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最初的《1940年投资公司法案》中，对我在51年前介绍的管理理念几乎没有作任何变动："社会公众和投资者的利益将会受到不利的影响……当投资者不能得到充分、精确以及公平的信息时……或者当共同基金的组织、运营和管理有利于投资顾问，而不利于股东时……或者当共同基金不接受充分独立的详细检查时"。显然，语言的功能往往只是在理论上寻求突破，并不能实现严格执行的效果，因此我的建议仅仅是将这些有价值的目标形成法律条文。

在本章的结语中，我再一次地强调为投资者提供金融服务的共同基金行业的重要性。投资者会从激烈的价格竞争（降低价格而非提高价格），以及全面的、公正的信息披露中获益。可能由于经历了共同基金资产规模由1 000亿美元发展到12 000亿美元的10年黄金阶段，当我们在很大程度上偏离了最初共同基金发展的规则时，我们迷失了发展方向。既然并非所有的共同基金公司在经营中都存在我所描述的问题，我想"大家（包括先锋基金）都有提高的余地"这句话更为公平。从长远来说，任何有助于共同基金成为一种更好投资形式的进步，都是为了实现股东利益的最大化，而对共同基金经理的特殊利益说"不"。

总之，假如我们能积极地响应以下三个问题，我将对共同基金行业发展方向的重新回归抱有信心：

- "我们在经营谁的资金？"共同基金股东的资金。
- "谁代表这些股东的利益？"独立董事。
- "独立董事在哪里？"我希望他们很快将回来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PART THREE 第三部分 经济学与理想主义：先锋试验

在接下来的5章里，描述的是先锋多年来是如何发展的。这5章总体来说不仅描述了公司为什么和怎样成立的过程，同时也灌输了我们标新立异的"共同化"公司结构的哲学理念，而且还有保留至今的投资理念与人力价值，而这些已经成为我们企业的核心部分。

在第16章，我列出了一个有关我们公司历史的简短的纪年表，主要集中在那些看起来没完没了发生的随机事件上，而这些随机事件有可能验证我的理想主义、金融观念以及这个商业世界最难以攻克的机构价值。这些偶然性事件起源于1949年我在普林斯顿的高年级论文，它一直伴随着我的第一份工作，来自于我伟大的启蒙导师沃尔特 L. 摩根；一次失败的合并正如结果那样，是我被解雇这样一个幸运事件；在1974年建立并命名先锋。每一个事件都提供了一次"冒险"的机会。没有这些事情的发生，先锋也就不可能存在。

从一开始，我们的结构与策略就被赋予了史无前例的属性，我坦率地讲我们的任务是"先锋试验"，而这作为1975年3月，我在给美国联邦律师协会作演讲时的题目的一部分，发生在公司成立6个月以后（见第17章）。在这章里我的强调也许是太大胆了一些，在我们的竞争对手的启发下，"也许想考虑"一种相似的方法。（到目前为止还没有这样做过。）原先我们的结构——在谈话中会详细描述——提倡仅对我的基金的管理进行共同化。但是在两年内，我们已经朝着投资管理共同化采取了第一步行动。而且完成了分配的共同化。当我们从开始的活动中寻找平衡的时候，我认为（也许是有点不够诚意）我们可以完全不用参与其中而采取这些措施。我们的指数基金采取了非积极的管理，我们的免手续费（在长达半个世纪后基金分配承担了销售费用）承担着非积极的分配。因此先锋目前的商业模式——叫做基金管理所有方面全部实行国际化——在1977年的早期，是完全行之有效的，并且直到今天没有发生任何本质上的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PART THREE

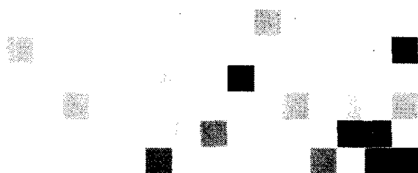
然而理想行业结构概念我却想得更早。第一次提出这个概念是在我 1951 年的论文中，而采用很令人吃惊的坦白方式表述清楚这个概念的则是 1971 年我作为惠林顿公司首席执行官在我第 5 届“公司形势”演讲中对惠林顿管理公司的同事说的。在这篇题为“意见”的演讲中，（参见第 18 章）我作了极为大胆的表述以致提出将来需要一位符合更高专业职责和受托人责任的投资经理，也许通过某些共同化的形式。我把这个概念描述为“将在 1976 年完成的伟大目标”。而为了实现这个目标，只有经过一系列令人痛心的偶然事件才建立了先锋。

近年来，从我在论文中倡导的原则到先锋自身的结构，到我们的低成本，再到我们的指数基金或以指数为导向的基金，我已经想了很多在先锋的生财之道与它的理想主义之间存在的密切的联系。当我仔细研究了毕业于普林斯顿大学的美国第 23 任总统伍德罗·威尔逊曾经证实过的经济哲学和他非凡的理想主义后，我体会出在这二者之间一种相似的联系。在第 19 章，我探究了这两种平行的关系，并引用威尔逊 1901 年时对 20 世纪的憧憬预言当作我对 21 世纪的预言作为结束语，而我所预言的内容今天就呈现在我们的眼前。

第三部分的最后一章也许是所有章节中最理想化的一章。“顺应历史”是 1998 年格林利夫仆人领导中心会议的主题演讲。在这篇演讲中我论述了建立一个模型机构的想法，一家出众的公司如何从随意的一瞥中脱颖而出，又是如何从小公司成长为大型公司。我的措辞似乎尖锐——从某种意义上说它们确实尖锐——但是我不妨再重申一下我对我们一流的员工的信心，“谁知道应该做什么，并且在合适的时间做正确的事情。”我们的结构与策略，伦理建设是摆在我们面前的难题，我认为，是“顺应历史”。直到今天，面对着命运充满热情与理想赋予我的非凡的挑战，我继续完成我的使命，这种热情与理想是不会随时代的变迁而减退的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 章
先锋——财富之子



对宾夕法尼亚合伙人进行的经济学教育

哈里斯堡，宾夕法尼亚

2000 年 1 月 31 日

在提到这个伟大的州政府以及这位杰出的商业与政府的领导者时我都会肃然起敬。今晚我将着重讲述先锋公司在共同基金的世界里所扮演的角色，特别是将重点介绍投资与经济的重要原则。

在先锋共同基金 1999 年的年报中，我用我最喜欢的警句之一作为开头，摘自罗伯特·弗罗斯特的警醒诗中的一句：

一条路被一棵树叉开成了两条路，那么我选择其中那条很少被人走过的路，那有完全不同的情况发生。

这么几个字完全讲述了先锋在 25 年前的情况，远远超过了我的表达能力。然而，事实上我们走的不仅是一条人烟稀少的路，甚至是一条从没有任何企业在这个行业上的路。那条被很多人走过的路——那时的情况就跟现在一样——共同基金被外部的管理公司进行管理，它的业务就是靠提供服务，收取费用从而创造利润的这样一条路。但是先锋共同基金——只有 11 支——都是被他们自己的股东所控制，并且只在他们的财务兴趣方面进行独立的操作。我们史无前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例的决定的结果是完全不确定的。那时我们把它描述为“先锋试验”。

好吧，我想不再把它称为一种试验才是公平的。在过去的 25 年里，我们所持有的投资者的总资产从 10 亿美元增长到超过 5 000 亿美元，我认为我们在整体性、合理的交易、完美的投资准则方面的声望在这行业里是独一无二的。我们的增长——我从未追求过——已经成为我个人建立起来的简单的投资理念与基本的人力资源价值的哲学结论中重要的一部分。我相信每一个员工，都将长期在先锋承受一切。因为他们有正确的理念和正确的价值取向，这些都是不可动摇并且永恒存在的。

财富与普林斯顿

你所知道的今天的先锋——是宾夕法尼亚州国民财富中最大的资产组合——仅仅是通过令人瞩目的机会存在的。我很难想象一个没有先锋的投资世界，我们是这里骄傲的国王。第一次的好运气是在 50 年前，我在普林斯顿大学决定写我的高年级论文，题目是以前从没有人解决过的一个问题（这个问题也曾困扰过亚当·斯密、卡尔·马克思、约翰·梅纳德·凯恩斯!）1949 年 12 月，我上大一的那年，我被《财富》杂志上一篇关于共同基金题目叫做“问题虽小但有争议”的文章所迷惑。我以前从没有听说“共同基金”这个词，我当场决定把这个行业作为我论文的主题，我把它命名为“投资公司所扮演的经济角色”。我在这个行业里的长期探索由此拉开了序幕。

说句大话，在我的论文中出现最多的问题，就是描绘了未来的先锋。但是究竟正确与否，50 年后，我从事的种种实践证实了就存在于我们成功的核心因素之中。“共同基金的主要功能在于对于他们投资组合的管理。其他所有的事情都是偶然的……，未来的行业发展将通过减少销售费用和管理费用而被最大化……，共同基金不能在超出市场平均水平的条件下要求投资回报。”最后用一种带有修辞色彩的话来夸耀一下，基金应当以一种“最有效率、最公平、最经济的方法”来进行操作。这些词语就是对一个优质企业早期的设计吗？或者仅仅是凭空一说，甚至一知半解的理念？我将把这个问题留给你们来决定，但是多年以前在我脑海中到底什么是正确的，这篇论文已经清楚地提出了这样的一个论点，那就是共同基金的股东必须得到公平的待遇。自从 1974 年我们开办基金以来，先锋就是这样做的。现在我可以向你保证，它非常有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

第二次的幸运机会是跟随普林斯顿的沃尔特 L. 摩根，他读过我的论文之后于 1928 年在宾夕法尼亚州创立了惠林顿管理公司和惠林顿基金。他对我有深刻的印象，因此在我 1951 年从普林斯顿毕业之后给我提供了一份工作。然而我本应拒绝这位伟大的人物，同时也是我的好朋友给我提供的这次机会，他 1998 年去世，享年 100 岁。我极为痛苦，承受着风险，进入当时还很小的公司。但是我在论文中的结论也就是基金行业的未来充满光明，这种勇气激励着我，我最终接受了这个邀请。这也真是一件妙事啊！

1965 年，摩根先生确信我将是他的接班人。那时，公司落后于其他的同业，他对我说让我做一切可以解决我们问题的事情。年轻而任性（尽管那时我已经 36 岁了），我把在过去 6 年里在投资业绩中取得杰出成绩的 4 个“神童”组成一个有抱负的小组。（这种方法——建立在通过以往的业绩能预测未来业绩这样的信念上——当然与今天我对所有事情的信任正相反。）这样，我们 5 个天才在叱咤风云几年之后，又转入浑浑噩噩中的几年，在 20 世纪 60 年代中期的“Go－Go 时代”股票市场的投资狂热中销声匿迹。接踵而来的是 20 世纪 70 年代初期市场份额缩水 50%，曾经合作愉快的伙伴闹翻了脸，我在 1974 年 1 月被我认为已经是“我的”公司给解雇了。

进出基金行业

如果没有 1951 年被聘用，天意把我带入了这个行业，没有 1974 年被解雇，意外地把我甩出了这个行业，也许就不会有今天的先锋。虽然如此，离开惠林顿管理公司领导的职位，我决定追求一种前所未有的行动过程。解雇我的惠林顿管理公司董事由惠林顿基金自身的董事会的少数成员组成，于是我到基金董事会提出一个新鲜的建议：让基金和那时的 10 支联合基金宣布他们与他们的经理是彼此独立的。这在 1776 年与同行告诉乔治三世迷路了并不完全一致。但是基金独立——使得基金自己的股东在利润操作上免予冲突与外部支配的正确做法——是我建议中的核心内容。

非常感谢惠林顿基金董事会中的一位名叫查尔斯 D. 鲁特的重要董事所作出的决定，在经过 7 个月的激烈争论之后，在最窄的幅度范围内接受了我的建议。也许是在我们公司团队内部像这样真正的领导人物太少了的缘故，这样的独立董事的领导能力在今天的美国也是十分少见的。我可以向你保证在多年以前这样的领导就更少了。但是又发生了另外一件幸运的事情，一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新公司——不是由外部人控制的，而是由基金自身控制的公司——在 1974 年 9 月 24 日成立了。

不管这些事件的发生是巧合，抑或偶然，或是上天的安排——我觉得这应由你们来决定——另一件事情发生了。新公司需要起一个名字。在 9 月份，不是很接近 24 号的一天，一个卖过时印章的交易商带着一些从拿破仑战争年代保留下来的小型雕版路过我的办公室，向我展示了惠林顿公爵的军事战争，摩根先生就是以他的名字在多年以前给第一支共同基金命名的。我买了下来，他又给我看一些那个年代英国海军战争的同样的印刷品。出于被大海的诱惑和它无尽的神秘，我把它们也买下了。那个交易商非常高兴，又拿给我一本有关印刷品雕刻内容的书。他走之后，我浏览了一下，就像我在 25 年前浏览《财富》杂志一样。我看了历史上著名的尼罗河战争传奇（最近被《纽约时报》评价为近千年来最伟大的海事战争），它发生在 1789 年，纳尔逊击沉了拿破仑的舰队。我停了一下，注意到纳尔逊成功地派遣“来自 HMS 先锋的甲板”及其胜利的旗舰。以“先锋”命名的海军传统，以及先锋的名词含义都是我无法拒绝的。两个星期后，也就是 1974 年的 9 月 24 日，“先锋集团公司”诞生了——寓意财富之子。

先锋的个性

说实话，先锋遇到的可不只是一连串幸运的机会。让我带你来了解一下公司形成的特点与属性。通过让共同基金自己对管理负责任——毕竟，1974 年的基金独立就像 1776 年的殖民地独立一样——我们在基金行业开辟了新的范围。我们不仅按成本价操作基金，而且我们用尽可能低的价格操作基金，严格控制并节俭每一项支出。我们总是这样问自己：“这项支出有必要吗?”或者换一种说法：“如果这是我的钱而不是股东的钱，我是否会花这笔钱?”（对我们的投资者来说幸运的是，我甚至连花自己的钱都十分讨厌!）

在很多行业中，这种成本控制可能仅仅是一种有趣的观察，一种无害的转换。但是在投资方面，成本确实值得重视，在大多数方面不必延伸现实指出股票市场是一种纸牌游戏。纸牌游戏在于投资者——赌徒彼此侵吞股票，纸牌游戏不可避免地表明所有的投资者作为一个群体来分享股票市场的回报，不太多，也不太少。但是直到赌场管理者下降到一定程度。那么在成本支出之前，投资者击败市场是一个多么没有成果的研究——一个零数字游戏，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资成本被减少之后，变成了一个负数游戏——一个失败者的游戏。

共同基金的游戏方法需要承担巨大的成本，以及负担很多赌场管理者，而每一个管理者的负担都可以在很大范围内进行浮动。大多数基金在购买时就发生了销售佣金的成本。在市场看涨时以现金方式存在的股票资金就产生了机会成本。基金管理费用，营销的成本——所有这些你都能从电视广告里看到——和操作成本。当基金管理者对基金组合中的股票进行买卖时，经纪人与投资银行家就攫取了交易成本。成本——非常巨大，基金股东的巨额税负被认为是不必要的。结果基金组合的交易量是不断地交税，有时是粗心大意——现在已经接近每年100%的水平。惟一能够使你猛醒的就是帕斯卡的名言："人类一切的不幸皆源于此，那就是人们无法在房间里面安静地坐着。"

成本到底有多少呢？巨额！考虑一下销售费用、管理费用、营业费用、资产组合的换手，共同基金平均每年从投资者回报中减少2.5%。假设——事实上是一个非常主观的假设——经理能够匹配每年的股票市场回报，也就是说，在成本之前是12.5%，那么股票持有人将在扣除成本之后获得10%的净收益。结果是：一年之中投资者的收益20%用于成本的耗费。10年消耗29%，25年将消耗45%。

由股票市场产生的累计的回报中将近50%的部分会被典型的共同基金产生的成本所消耗。而这些都是在税前。在一个投资回报率每年12.5%的市场里，超出部分的税收很容易就达到了2%，扣除成本之后10%的回报将被削减为税后8%的回报。现在市场管理者一年内消耗了投资者回报的36%，按复利计算10年将消耗48%——我很高兴你现在居然还能坐得很安稳！——25年后将是68%。这样留给那些拿出100%资本并承担100%风险的投资者还有32%的剩余回报。如此说来，成本绝对是个问题。

第一支指数基金

我深信成本非常重要，因此不可避免地要提出先锋的两支主要的共同基金，这两支基金我把它们看得非常相似——一支众人皆知，另一支却无人知晓。众所周知的那支——现在看来简直成了天方夜谭——是我们第一支指数共同基金的雏形。这可是我们公司战略的第一步。1975年年中，也就是我们开始营运的几个月之后，我开始探索指数基金的基本原理。25年前，指数基金的概念至少是我在普林斯顿二年级论文中的一个擦边问题。（请记住，共同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金不能要求高于市场平均水平的收益回报率。）到了 20 世纪 70 年代中期，金融学术期刊上刊登了几篇文章表明了指数基金的发展。为了证实我在早期实践中提出的纸牌赌博游戏理论，我手工计算了过去 30 年共同基金平均年收益率，并将结果与标准普尔 500 指数的收益率进行比较。这个指数以每年税前超过标准普尔 1.5%的幅度胜出——在早期的时候，由共同基金的管理人评估出的成本在本质上是有实际区别的。瞧！实践证实了理论。1975 年 12 月 30 日，我们建立了基金行业的第一支指数基金。

为什么先锋能够成为行业领先者，而不是其他的基金公司？正像我所做得那样简单，很多金融公司必须认识到在投资人与经理之间约定的收益率必须用数学的方法才能够决定投资的成功，甚至在赌徒与赌场管理员之间也存在这样的问题。但是外部的基金经理对保持他们自己非同寻常的高收益率方面有着极强的兴趣。我们单独有一个内部管理结构，以及在这个行业中提供最低成本的金融服务的任务。因此即使 100 家共同基金公司同时抓住了一生中难得的机会，那么 99 家公司也会祈祷排名的奖杯能够很快换手。

但是如同命运安排的那样，一家公司刚刚成立——就像怀疑一个杀手一样——总是有机会也有动机愿意抓住时代的命运，采取第一步行动，期待有一天能够重新划分金融的格局。在认清我们的机会之后，只有意愿的力量——恒心、耐心、决心以及积极向上的传教士般的狂热——才是必需的。毕竟，执行总是比想象更为艰难！我们满怀激情地去行动，观察着跟随者的理解，慢慢地从异教徒变成了典范。

第一支多系列债券基金

没有什么可以与我们第二次共同基金投资策略媲美的了——一种新的管理债券基金的策略。在我们建立我们的指数基金之后不到一年的时候，必须拥有完全相同的基础——这个基础就是，在金融市场上任何既定的部门，经理们作为一个团队必须输掉赌场管理员成本的总和，同时有这样一个事实，那就是我们向投资者提供的服务成本应尽可能最低，并且结构要非常精确。这同样需要机会与动机。

1976 年 6 月，国会通过了一项法案允许为地方政府债券提供共同基金服务。这类基金的管理按以往惯例都需要花费很高的成本。与往常相反，我非常怀疑所有的经理能够一直准确地预测利率的变化，而利率长期看将大大超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过以效率著称的债券市场。摆在先锋面前的是变革的机会，不仅有共同基金管理的固定收入机构，而且还有它的属性。我们既定的低运营费用，使我们处在这样一种局面，那就是向投资者提供市政债券并将在这个领域获得最高的净收益，不是靠聪明赢得的业绩奖杯，而是通过不太积极的债券管理方法来集合最小限度的成本。

但是我们如何对付管理债券到期的问题呢？这个问题谁都明白：这个想法如此简单，如此显而易见以至于不愿描述。我们创造的不是简单的“管理”市政债券基金——就像我们今天已经习以为常接受的管理——而是三个分开的系列：长期基金；短期基金（主要是第一支免税的货币市场基金）；和——你猜猜看！——中期基金。每一个系列都是具有很高评级的免税债券，有明确的期限范围，雇佣专业的经理人，并且组合销售最小化。必须是有最好业绩表现的股东才能够被授予。

对于这样一个基础概念的提出很难感到自豪。但是三层债券基金这个简单概念的提出现在却严格地确定了行业标准，对于免税和征税的债券基金一样。它的原因很简单，它依托于我们在 1976 年率先提出的最低成本、三个层次，以及固定收益的策略，而这与 1975 年提出的指数股票基金如出一辙：还是那套，投资成本决定股票债券市场的回报与投资者收入的差距。结论：胜利者——最低成本基金的持有人——总是受宠的。

先锋的股票指数与债券投资管理的策略——由于他们高效的完成使我们赢得了信誉——说明了我们占有最多份额的增长原因。在我们今天管理的 5 400亿美元资产中，有 3 700 亿美元——占 2/3——是在采取这两个重要的策略之后增长的。当然，成功并不是一蹴而就的。例如，10 年后，我们的第一支指数基金的资产（我们现在有 28 支指数基金，关键是与各种不同的股票与债券市场的指数挂钩）不到 5 000 亿美元。但是由于我们对完成使命的激情和我们关注简单的投资策略预计对投资者的教育，我想，我们已经开始改变共同基金行业，为投资人创造了一个很好的场所，使他们把难以赚钱的美元交给我们。

教育与经济学

事实上，我的事业集中在对投资人进行初级经济学知识的辅导上，而这些推动了这项业务的发展并使得投资经济学变得简单。说真的，想想 50 年前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方资用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生的事情，就像我昨天在写我的“投资公司的经济角色”论文一样。看起来真是让人吃惊，近年来，我在用那次事件的教训作为讲述公司管理、投资回报来源、基金业绩，以及这个行业面对的所有挑战的平台。（事实上，也许我的论文和今年秋天麦格劳一希尔公司出版的一系列的演讲可以证实，他们计划系列出版的第一卷名为，《伟大的金融思想》。）

在这个庄严的场合，我们伟大国家的首都——标志着美国的国民财富，拥有着管理资源，如此公平的税赋，对商业如此友好，并且拥有出色的、有创新精神非常称职的员工——我们的信用增长只有归功于我们身处宾夕法尼亚州才合理，同样也要归功于宾夕法尼亚州的创始人，威廉·佩恩，在1621年他满怀憧憬来到这里并租下这片土地。佩恩的话精确地描述了先锋所走过的道路：

避免业务发展陷入困境的方法：使任务简单化，防止混乱，给自己留有充足的时间；引导那些对业务有依赖的人做事并憧憬未来。

这样，就在威廉·佩恩把宾夕法尼亚州看作人权与完美的自由的“神圣的试验”时，我开始了先锋的试验——尽管很难把它称之为神圣——来验证共同基金作为企业是否能够使股票持有人在一个竞争残酷，大鱼吃小鱼的行业里取得胜利。对我们的投资哲学我们像教友派信徒那样虔诚，在我们的经营战略中采取威廉·佩恩一般的执著与坦诚并厉行节约，到目前为止我们确实证实了这个试验。

从一开始我的角色——特别是在最近几年里——就已经广为流传了。在全美可以大胆地说，不光体现在先锋，还包含我在先锋加入的投资哲学、战略、人力资源价值等方面的基本原理，这些原理很难据为己有，只要是有才能有智慧去做的，在这个行业里的任何一家公司都可以采纳。

借这个机会，我要为宾夕法尼亚州的合伙人喝彩，感谢他为提高广大市民的经济、金融、投资知识水平所完成的出色的工作，特别是你们年轻人。我知道我的信任是对的，那就是任务不会忽略经济，离不开理想这个事实，借用伍德罗·威尔逊的话：“除了物质上的胜利我们必须献出我们这一代……我们需要人们更注重原理而非金钱，更重视生活的正确调节而不是利润总的积累……更重视慎重的思考并且仅仅热爱实践效率。”

我相信商业企业的经济功能不能从它实践中所具有的高价值中分离出来。在我人生的现阶段，我对威廉·佩恩的名言有了特殊的理解：

我期待我来过这个世界只一遭。我所做的好事，我对同伴的友好，让我现在来做吧。让我不再拖拉，不再忽略，因为我再也没有机会这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此我将给我的任务施加压力，让我们用罗伯特·佛罗斯特的结束语，那是我在文章开头描述我们的历程时所用的，一条人迹罕至的路：

树林很美，很黑也很深，但我已承诺在我睡着之前多走一些路。在睡着之前走得更远一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 章
变革风云：先锋国际化管理的试验

共同基金与投资管理 FBA－CCH 论坛
圣地亚哥加利福尼亚
1975 年 3 月 12 日

我非常高兴能够在美国联邦律师协会（Federal Bar Association）召开之前有这个机会在这里和大家讨论有关共同基金行业真实的独到之处这样一个话题：通过设计一种方式来重组先锋共同基金组来给予基金公司独立性与自给自足，根据协商好的协议条款获得投资建议与分配服务的能力还很远。从行业角度看，我们已经完成了一些有用的，新颖并令人兴奋的事情；从独立的角度看，我们已经具备了向我们的股东提供服务的清楚的设计；从法律的角度看，从现实意义看，我们已经将 1940 年《投资公司法》从理论的文字变成了这部法案现实的体现。

惠林顿基金——我们基金队伍的元老，成立于 1928 年——发生在还不到半个世纪以前。后来陆续发展了其他 10 支基金，我们集团目前的资产共计 17 亿元。这个庞大而成形的综合体的建立，标志着我们迈出了一大步。你可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会问“为什么”。

我今天将尝试明确地回答这个重要的问题，我们相信，在我们行动的背后有着很多很好的具体的业务以及哲学的理由。但在开始，我必须坦率地承认我们新的结构源于公司内部冲突。1974 年 1 月，我们的基金董事会面对着这样的局面：基金管理公司已经代理了首席执行官，同时担任基金的首席执行官。这种局面迫使董事会检查公开他们的行动的全部过程。我建议对这段公司的背景介绍不再提起，除非在激进的话题时才强调这段事情。优先的话题——包括基金及其为它服务的人之间的基本关系——这才更重要，这也是我今天将深入探讨的话题。具体而言，我想就我们重组的 6 个方面进行讨论：

1. 基金董事的委托
2. 内部管理的概念
3. 执行进度安排
4. 面临的挑战
5. 新组合的机会
6. 行业的含义

委托

面对我所提及的既成事实，基金的独立董事（11 名董事会成员中的 8 名，与每支基金都是一样的）作出了如此迅速的决策。他们以满足基金持有人的利益为目的独立地作出了决策，说他们勤勉努力，敬业我想这一点也不为过，结果，他们几乎是今天整个共同基金行业中最著名最有见识的董事成员了。这个独立的董事会首先把他们组建成一个工作小组，为重新解决基金面对的问题承担了主要的责任；第二步聘请独立的律师顾问为他们提供咨询；第三步继续他们在公司首席执行官的角色，至少在过渡期内是这样；最后给他下命令。

我作为基金首席执行官，接受的命令就是担任最后的研究，我们的基金团队是最好的，拥有最高质量的管理、投资顾问以及在最低并且合理的成本基础上提供分配服务。这是个巨大的项目：回顾过去、分析现在并评价未来。这是一个呕心沥血的研究——最终包括了 5 卷的内容（大概有 300 页）——关于财务数据、业绩及分配结果、机构与人员方面的说明、法律法规方面、计划与规划。（当然，基金管理公司也要为基金董事准备它自己的大量材料。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果把我们的研究成果定义为行业的里程碑的话，事实上它恰恰证实了我们的机构。我们的“未来组合研究”，就像它未来被赋予的名称一样，也许可以看作是源于共同基金行业面对的基本问题之一：什么样的组合能够为主要的基金团队提供最优的方式来迎接当今的挑战并抓住明天的机会？

董事们要求我们的未来组合研究涵盖一切可供他们选择的内容。当然，我们想到很多的选择方式，数字很快就减少到 7 项。从第一种选择开始——地位特权（意为基金行业的标准组合，即管理公司全权负责基金的一切活动）——一路排队到了选择 7，终止现存的顾问与分配合同重新开始，让基金组成自己的机构专门满足他们的需要。

然而，最正式的考虑还是 2、3、4 选项：

选项 2——内部化管理，基金承担他们管理，财务活动的全部控制权，缩减投资咨询和分配。

选项 3——内部化管理及分配，基金对所有的分配活动承担直接的内部责任。（这个过程引发了一些有趣的制度方面的话题，原因是基金直接支付部分分配成本。我将在后面再回到这个话题上。）

选项 4——我们所定义的“共同化，使之基金购买共同基金经营资产并确认他们管理公司的其他资产，从而控制所有的管理、分配、投资咨询服务。这一步没有先例（就像选项 2 和选项 3 一样），但是经历了类似地调整和详细审查，当然，可能不会受到完美调整的佑护。

显然，选项 2 是最终被采纳的选项。7 月份，基金董事正式决定对基金的公司管理与行政管理实施内部化，并保持惠林顿管理公司作为基金投资顾问与分配者的角色。他们的决定使得这史无前例的一步迈出得并不容易。如果有人考虑其他选择并认为这是保守的一步，我只能说这项决定反映了公平的判断，那就是基金持有人不仅被基金内在的价值安排所服务，而且是相关的简洁的一步，快速调整批准的可能性，以及现在基金经理与职员的维护，以及现在顾问与分配者的组织。另外，采取细小的步骤通常是很好的判断，当问题很新又很复杂的时候。

概念

选项 2 的采纳——基金承担了他们所有行政管理活动的控制——基于一个清晰的概念：独立自主。基金董事想独立于提供服务——不仅是看在基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的份上的独立，也是为了他们所服务的基金持有人。如果基金是客户，而不是人或俘虏，那么这些服务的质量和效率性能很好地在顾问和分配者之间获得平衡，基于这种确认，我们可以获得这个概念。这里我们给出“独立”的定义，摘自我后面将要讨论的我们向 SEC 提交的申请：

基金真实与实践的能力：①为了基金的利益制定日常的政策和操作决策而把基金单独考虑；②有效地评估并通盘考虑提供给他们的服务的质量与成本；③对服务合理定价并适时调整。

对“独立”下定义相对容易，给“管理”下定义却带有挑战。也就是说，基金究竟为自己承担怎样的职能？董事们最终决定基金应该有他们资金的执行官，全权负责以下职责：

1. 财务，包括会计、预算与控制
2. 法定与服从
3. 操作，包括持有人账户维护与托管
4. 持有人报告与沟通
5. 监督与计划，包括评估外部对基金提供的所有服务
6. 基金可能需要的其他服务

这些责任将由一个大约拥有 60 名员工的基金承担——现在已各就各位——这 60 个人将由基金专门补偿，如果投资顾问没有经济兴趣，那么在最后一次分析时，他们的职业生涯将与基金紧密地联系在一起。

也许检查基金员工责任范围比较合理的方式是看一看财务数据，根据 1975 年正式的预测：

人工与经营费用	$ 1 500 000
持有人账户维护费	$ 2 500 000
托管费	$ 300 000
持有人报告与代理费	$ 500 000
交税	$ 600 000
法律、审计、保险、股东费用等	$ 800 000
合计	$ 6 200 000

这个合计数与 1975 年预测基金支付的投资顾问费用 6 500 000 美元相比是在修订了顾问合同后调整为一致的。协议的基本原理在于基金真实获得的业绩——但是看不见摸不到的——得益于伴随看得见的持有人的独立储蓄的。扣除基金管理费用的净额为 1 045 000 美元（根据 1974 年 7 月 31 日的净资产），表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示为管理公司承担的621 000美元的成本（当然，基金已经承担了上述主要成本的大部分），加上基金持有人的储蓄424 000美元。这些储蓄是公认的，当管理公司承担的基金的责任减少后，在利润中相应地减少是公平与合理的。

使得基金达到独立与自给自足在概念上、操作上、财务上明确之后，我们该决定最优组合了。为了最大限度地提高操作效率与对组成我们基金团队的11支基金处理上更为经济，我们决定创建一家新的公司——我们把它称为服务公司——来执行基金的有关事务。基金将完全操控。它的官员与董事与基金的重要官员及董事大体相同，将直接雇用所有成员，将向基金提供早期描绘过的服务。服务合同明确了基金与服务公司的关系；提供原始资本300 000余美元一系列的变化；清楚地说明了为基金提供的服务与成本分配的基础；并明确了基金加入团队的基础。最重要的是，服务公司不惜成本甚至基于不盈利的基础上为基金提供服务。服务公司，仅仅起到基金执行的个体与集体的媒介作用。

服务公司的概念也使得我们能够处理另一种困难的业务与概念问题：如何从总体上区别我们的基金团队。我们的问题非常独特，由于我们的基金没有一个普通的名字（比如，德夫斯、忠诚基金、伊顿 & 霍华德，等等），而是源于一次决策（陶西格 V. 惠林顿），本质上，赋予惠林顿基金专有权利对投资公司命名为“惠林顿”，从而与投资咨询区别开。即使抛开这个问题，当我们刚刚取得独立性却继续参考“投资公司的惠林顿团队”时，也很难说清“惠林顿”是指惠林顿基金还是惠林顿管理公司。因此我们决定为服务公司起一个新的名字，同时也能使这个名字作为明确基金的一种方式。我们选择的名字就是先锋——先锋集团作为服务公司的名称。先锋集团投资公司区别于其他基金。也许不必说明我们选择这个名字的主要原因在于我们相信我们新的组合一定能够带领我们在这个复杂多变的行业里居于领先地位。

关于内部管理这个概念要说的最后一句话。预计基金（通过先锋）①直接对业绩负责，以成本考虑基金在运行公司业务及财务事务时所要求的一切行政管理服务，以及②通过持续不断的监督与评估过程，最终负责一切投资咨询、分配和外部机构向基金提供的其他服务，并负责确保这些提供的服务以合理的成本提出。正如我所提到的，基金决定根据修改条款之后的合同，保留惠林顿管理公司作为顾问与分配者的角色。有意思的是，需要修改的部分非常少，主要的一条（除了减免费用）只是删除了在原先管理合同中“管理基金事务”的这项投资顾问的责任，对新的责任仅限定为“管理基金资产投资”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进度安排

让我们简要地回顾一下这次重组的时间表。根据董事会 7 月底的决议采纳内部管理模式，我们花费了 8 月和 9 月的大部分时间将我们的概念变成一个看得见的计划（职责、人员、模式、费用、名称等等）。特别地，基金咨询协议中有关财务条款的重新协商是一个不小的任务，原因有两点：①为确保每一支基金的独立性，我们决定放弃现有的费用模式中复杂的内容（每支基金的费用将近有一半是以集团中所有基金资产的合计为基数的），使每支基金费用的计算以自身为计算基数；②为确保我们重组给每支基金提供财务收益（可证实的成本积累形式），我们不得不逐笔检查费用表、费用分配表，以及资产。我们最终画出了一幅顾问费用的曲线图，表明从最初的费用占资产 0.445%，2.5 亿美元资产下降为 0.1%，资产超过 7 亿美元。

10 月 4 日，我们向 SEC 提交了我们的申请，主要是保留 1940 年投资公司法 17（b）条款的几项免责。这些免责内容允许基金从事“关联交易”——服务公司的构成、股本以及所有者——允许基金从管理公司购买一定的储备与固定设备，将近 60 000 美元。服务公司的成立使我们面对着关联交易问题。然而，有趣的是如果没有从管理公司购买任何资产，只是决定基金的活动由服务公司执行这样一份申请，那么交给 SEC 是否有必要，我们只是简单地决定每支基金雇佣自己的员工，这些人同时也为其他基金服务。

然而，继续进行我们的方法使我们更清楚我们目前的处境是“与法律的条款，政策及目的保持一致”——特别是从股东利益出发，在促进投资公司营运与管理方面而不是［第 1 条的（b）（2）］评估投资顾问的责任与主承销合同（第 15 条），受托人责任［第 36 条（a）与（b）］。

1975 年 1 月 17 日，SEC 对我们的申请采取了行动，没有经过我们同意就向社会公众披露了我们的报告。无论怎样他们没有提出任何变动与修改，我们对律师说了很多好话，对于这样没有先例的安排，律师没有什么样板可以参考。在确保通知的期间里，SEC 没有请求公众听证，并决定不要求什么。因此，2 月 18 日，我们的申请被批准了，SEC 发现“在规定的信息基础上”我们提议的交易是“合理、公平且不包括任何超过任何人考虑的部分，与基金政策及法律的一般目的保持一致。”

我们的基金代理人，提供先锋的模式与营运，提出修改顾问与持有人的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

协议，在上个星期 SEC 已理清了一切。代理请求被立刻满足，在 4 月份的最后 3 个星期通过我们的年度会议。如果所有的工作都能按计划执行，那么我们有理由相信，新合同将被批准，新的公司将开始启动，先锋将在 1975 年 5 月 1 日处理基金的事务。

挑战

如果我过分简化先锋概念的发展过程，或者是如果我不过分地描述执行的复杂性，有一点是明确的：基金集团管理内部化是要承担一种不应被低估的风险、成本及挑战的。为避免你考虑采取这步时忽略以下内容，让我简述如下：

- 也许突然重组会使我们容易与公众关系对立起来。新闻媒体喜欢争论并在尽可能的情况下不可避免地将冲突人格化。我们的重组，从一定程度上说，就是管理“金碗”。财务压力完全超过了执行的变化、董事们的考虑、重组的宣布、SEC 的批准、先锋的命名等等。最好以较低的层面处理这些事情，但人力所能控制的范围只能是目前这些方面。
- 这次公开的结果，我们试图跟踪重组对基金销售与流动性的影响。我深信对流动性的影响不超过平常水平（例如，我们的流动性保持在行业范围水平上下），对新股销售是呈现轻微的负面影响（例如，根据其他已知因素，市场份额下降要比预期的略高一些）。
- 机构变化是另一个重要的因素。内部管理意味着，通常，基金员工承担新的全职责任并以新的态度承担这一切。他们与以前同事的关系有时是竞争对手（希望不是敌对的那种）；承担顾问的执行官与人员将不可避免地反应变化的不确定性。积极的与公开的交流能减少过渡期的问题。但是我不能低估基金安排有工作经验的人做事的好处；关于所有基金管理，咨询与分配事务的明确的知识是最有价值的。
- 经验与知识不仅在建立新的组合形成新的机构，而且在给营运责任界定建立新的财务制度等协商方面都起到了重要的作用。我只能说直到基金进入这样的协商——有关费率、费用分配等等——才能够充分注意到现存问题的复杂性。
- 另一个挑战是为基金董事准备编辑数据以用于回顾并评估提出的新的建议与分配协议。在我们《董事会年度回顾》中，1975 年，我们不仅不得不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要对投资分配情况进行明确而复杂的研究，比较管理费用与费用支出比率，还要研究可比较的投资顾问费用，认识到新的咨询合同，不是管理合同，而是多种多样的。可以这样说，这份研究是相当谨慎并客观的。

・最后，关于国家制定的有关费用支出与担保的比例。一家外部的咨询公司，刚刚独立出来，将毫无疑问地提出这样的问题，比如，基金划转代理或托管人为什么必须保证基金费用比例呢？回答这个问题要比提出问题复杂得多，然而还是必须回答的。这在目前我们还没有明确答案。

总之，挑战——我在这里只能把他们点出来——是无限的、复杂的，也是值得你们认真考虑的。

机遇

如果非要我说出我们重组的惟一重要机会，那就是先锋集团必须对基金持有人有益。我们的基金集团将拥有它自己的员工，只关注持有人的利益，不要利益冲突、不忠诚或者其他业务活动的诱惑。我们的职责就是把他们所服务的基金的利益放在第一位。现在，我认识到它的一般性，以及它闪光的一面。但是它还是可以被理解为以下几点非常明显而又具体的优势：

（1）业绩的激励。基金持有人可以相信，如果顾问不能提供令人满意的业绩，那么他与顾问面对大的机构客户时风险是一样的。从这个意义上看，基金所支付的所有的咨询费用，从最好的角度去理解，就是激励费用。我们希望这项激励费用能够有助于我们基金的持有人实现增长的投资结果。

（2）精细的业绩数量评估。基金员工将应用同样严格、精细的——有时是技术性的——业绩评估标准，是公平并且客观的，任何主要的机构在评价顾问时都要使用的。正如你了解的，监督结果的能力超过所有人的能力，除非你是最老练的投资者。

（3）咨询服务的质量。持有人也能确信基金员工能够仔细监督并评估与顾问与分配者的员工进行标商的人们是否有足够的能力及素质，相信基金得到的服务是在合同中约定好的。

（4）基金策略与基金目标保持一致。基金员工应该明白每一个基金投资项目都与基金的策略和目标保持一致，就像说明书一样说得很清楚。

（5）公平与竞争的费率。我们的基金合同已经协商妥当，不仅在咨询费用方面，而且在基金与顾问之间的费用分配方面——显然，这是个重要的部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分。这个协商，正如我所说的，已经为减少基金费用起到了基础性的作用。

（6）持有人报告：目标与前瞻。基金持有人将会收到基金的报告，报告内容“实话实说”，非常坦白，非常公正。如果结果很好，我们就说好；如果不好，我们同样会坦率承认。简而言之，我们的报告是站在投资者的角度来写的。

（7）分配活动的鼓励。基金集团将会鼓励分配活动的进行。现金流量好是基金持有人感兴趣的事情，因为我们基金集团的费用支出相对固定，当资产增加就会相对下降；我们的投资顾问费用根据我们新的费用安排也同样会按比例地下降。

（8）新的基金与协商过程。新的基金的形成——他们的目标，市场以及成本结构——在先锋的概念下具有特殊的优势。这些基金必须有正当合理的目标，并且费用合理。例如，我们对新推出的货币市场基金的说明分析中就表明了它颇具吸引力的咨询费用与费用规定。

总之，我们的组合是为了向基金与其持有人提供明确而具体的优势而设计的，现在如此，未来亦然。然而，大多数优势目前看来还只是处在理论阶段。如果我们要成功地把握新组合提供的机遇就要将这些优势变为实际存在的优势。

行业的含义

很难准确说清楚新的先锋概念对于共同基金行业到底有什么意义。如果我们变化的背景是惟一的，那也就很容易列出一串其他基金联合体考虑内部管理的完全有效的理由了：

·机构压力，源于法律规定但是基金集团与管理公司在执行领导、业务问题以及业绩评估上观念的区别。

·财务压力，从管理公司缺乏盈利能力到资本充足率的不足。

·法律压力，包括个人起诉、遵守联邦法律与SEC的规章，等等。

·或者，最希望的，对于执行基金集团的业务活动的最佳结构所产生的自我利益的开明感觉。

像传统所想象的行业，也许先锋概念将发动其他——也许更好——结构性改革以应对我今天讨论的问题。毕竟，我们的概念与联合服务公司是相似的，该公司被宽街基金集团持有，它的历史就是执行全部的基金活动。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

我们选择不走联合服务公司的路子，我们早点儿在投资者共同基金集团与普特南集团之前采取行动（独立于它的管理公司，有自己的总裁，尽管由管理公司支付工资）（普特南集团最近把一位小职员任命为副总裁并担任分配基金利益的职务）。

我们集团宣布独立的主要影响是，正如我所说的，使顾问的基金客户非凭空创造地与投资咨询领域保持平行关系。这好像也正是普特南和投资者集团前进的方向。另一方面——像许多大的养老金计划一样（例如，美国钢铁公司 U. S. Steel），大学捐款基金（哈佛大学）、私人基金（福特）——宽街集团已经把重点放在内部投资上。很难在他们的投资结果中发现错误，说服他们的低费率几乎是不可能的。无论如何，在这个机构货币管理领域中有大量的先例和类似的事情，我们在先锋已经做过的，可能其他公司也会做。

我们行业进一步前进的方向依赖于我们迟早要考虑出来的一系列问题的结果。特别是其中的三个可能有行业发展的暗示，我将通过回顾总结出来：

第一个是在投资人的观念中明确基金集团这样一个目标。在我们的个案中，我们希望明确先锋是通过一般管理实现合作性的共同承担基金管理；它的职责是在尽可能低的成本水平上向投资者提供广泛的财务管理服务；它的员工只关心基金持有人的利益。这个“确定”问题对任何集团重组时都是一个现实的问题。在我们的个案中，我们迫切需要起一个新的名字。

第二项是分配活动融通资金的问题。目前，共同基金分配活动很少能够产生用于自给自足的销售收入，这已经不是秘密。如果继续保持销售活动，那么能够维持的惟一来源就是管理费用。在我们的个案中，问题变得非常清楚，因为在我们纯粹的投资咨询合同中没有行政管理费用或者不包括管理职责。我相信从长期来看面对这个问题总比回避它要好，在不久的将来我们将朝着把投资咨询用于分配服务分别定价的方向改进。为阐明这个问题，我们要看看宽街基金是怎么做的，他们已经拥有向分配服务收取费用的资产，并且推出了一些与银行联合的共同基金的产品，在这类产品中，一个投资顾问可以获得全部管理费用的 1/4，管理者（分配者）获得剩余的 3/4 用以支付管理费用与销售成本。当然，这些实践看来是与 1972 年《证券市场未来构架综述》SEC 的政策相抵触的，从 1974 年写给艾克斯一霍顿基金的信中可以再次明确：

买卖共同基金股票的成本本应由购买的投资人承担，而不是，即使是一部分，由基金现有的持有者承担，这些持有人通常从出售新股中得不到什么好处。增加现有基金持有人的出售成本违反了公平的原则，至少是投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法案是这样明文规定。

虽然如此，我相信分别定价将被证实对法律与经济都有好处，最终能使基金董事单独判断投资顾问与分配者的服务，而不是放在一起考虑。

第三个有关的就是行业领域的暗示在于发展能为基金持有人提供最好的投资服务的组合。内部管理基金集团，要求建立的专业投资咨询机构的服务是解决这个问题的新方法。我们相信它能够提高我们每支基金保持优秀业绩的可能性，用相似的投资目标调节其他机构账户。我们打算给我们的顾问最大限度的合作与支持来实现这个目标。但是现有的许多其他组织形式同样在追求这个目标，因此我们将持续评估我们基础判断的准确性，同样持续监督其他机构账户提供的投资顾问服务以及他们的结果。

变革风云

最后我强调一点：变革的风云正向共同基金行业袭来。业务的、经济的、法律的、结构的、观念的、伦理的挑战是巨大的。也许，最后的分析是，先锋概念的主要含义不是这些，而是应对这些挑战的惟一的甚至是最好的方法，但是主要机构变化的早期信号还是虚无缥缈的。鲍勃·迪伦说过：“你根本不需要天气预报员去知道风怎样刮。”太对了。但是当他们又大又迅猛的时候，我们相信变化的风将沿着我们的方向吹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 18 章
解　　救

惠林顿管理公司合伙人
波士顿，马萨诸塞州
1971 年 9 月 9 日

解救是由詹姆斯·迪基提出的奇异的设想。表面上，这是一个探险故事——讲述了 4 个人在一个人烟稀少的地区的一次独木舟旅行，独木舟行驶得飞快，很快就被洪水冲走并淹没了。它告诉我们自然灾害或人为的危险。对这 4 个人来说，令人兴奋的那些事情并不能事先预知，可能就出现在下一个转弯处，也不能事先预知危险的旅途何时才能结束。结果表明并不是所有人都有像探险者那样的装备。但是，更重要的是，它的主题在于说明危险的角色以及对个人的影响，如何解救危险有助于我们自我实现并找到自由。

我们今天所见到的解救的程度远远超过乘坐独木舟的 4 个人中有一个是共同基金的销售员这样一个事实。事实上（我希望我没有夸大其词）我们所有货币管理专家——请相信我和你一样——就处在河水顺流直下令人兴奋的过程中，即使不了解全部过程，独木舟航行也是绝对经得起风浪的，如果不是全然的稳定；在一个几乎不可能预计的环境里营运、神秘并且危险，那么前面的这种预兆就有一定的意义。我们今天生存在货币管理世界里的能力依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赖于我们每一个人所具有的技巧、能力与精力。

我们的公司与行业在过去、现在和将来发生了很多难以应付的事情，即使是表面看来，用不到一小时的时间就对付过去了。今天早上我要做的事情是用很短的时间回顾惠林顿管理公司在过去 5 年里发生的巨大的变化，然后展望一下未来（我的任期是到 1976 年），特别要强调在我看来对我们公司产生重要影响的两次挑战：

第一，职业责任：5 年后我们应该达到什么样的业绩标准？

第二，受托人责任：在这段时间里变化的法律环境会对我们有哪些要求？

当然，我们处理这些重要问题的能力更主要依赖于我们的灵活性——我的意思就是指对未来环境作恰当预测的综合能力，以及我们自发的对机构组合与战略变化的反应。我相信我们在过去发生的事情中已经证实我们所具有的这些品质。有意思的是，当我回首过去 5 年，我从惠林顿与投资公司宣布合并的地区销售代表会议上发现了一些我需要在我的演讲中应该提到的内容。这些评论是在 5 年前的今天，1966 年 9 月 9 日作出的。在解释这次合并的原因时（正如你们所知道的那样，深刻地改变了组织的外形与未来），我在谈论变化时，引用了《财富》杂志一篇文章的题目“明日的管理：在自由形态的公司里更为冒险的旅途”。

现代管理最重要的任务是应对变化。在这种情况下，对公司不能像一台机器那样为了完成既定的目标，进行刚化的设计。决策中的一小部分可以编排好以备未来使用。管理的最高境界变成了关于业务属性的一串连续的决策过程。判断杰出的管理仍然有一部分是要考查其经营的效率，更重要的是用这种能力作出决策以改变产品组合、市场、财务与销售技术。主动性、灵活性、创造性、适应性都是必备的素质。

回首历史展望未来

1966 年，对于我们是一次挑战，我将对我们的合并机构提出具体的量化的 5 年财务目标。那时的计划现在成了现实，我将简要回顾 4 个目标：

· 我们计划将惠林顿基金的资产保持在 20 亿美元的水平。我们没有完成这个目标。惠林顿目前的资产是 13.3 亿美元。

· 我们计划建立其他共同基金从 1.5 亿美元提高到 10 亿美元。我们成功地完成了这个目标并且其他共同基金目前达到了 1 190 000 000 美元——增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

了 7 倍。

• 我们计划把投资咨询资产从 1.9 亿美元提高到 10 亿美元。我们超额完成了目标，这部分资产现在达到了 1 140 000 000 美元——增长了 5 倍。

• 我们计划将我们共同基金市场份额从 2%提高三倍到 6%——我们将实现这个目标。

如果 3 比 1 的结果得益于准确的猜测——猜测与事实完全一致——不算太坏的话，我要赶紧声明没有我个人的荣誉。要说的其他的情况还有很多，我今天早上见到的一个，无论如何都应授予荣誉。但是，我们确实改变了。并且——奇迹中的奇迹——我们的改变盈利了。然而，到目前截止的 5 年已经成为了过去。一切都结束了，已经完成了。对最狭隘的历史学家可能没有一点兴趣，它只对我们从组织中学到的东西具有重要意义——个人与集体角度——从大量的试验中，从过去 5 年艰苦的经历中。我将铭记，我严正地要求各位也要铭记在心！

今天早上我想强调的是过去 5 年我们公司的翻天覆地的变化有多么重要。我们已经将惠林顿基金管理公司（现在已经不这样称呼了，我们收入的 96%来源于惠林顿基金）变成了惠林顿管理公司——及时的多样化的货币管理公司，24%的收入来源于惠林顿基金，24%来源于投资咨询，还有 52%来源于其他共同基金。

现在我们必须展望一下未来 5 年，而不是看过去的 5 年。我自己将不再关心我们的资产如何分配。但是我推测如果我们能够得到我们必须增长的收入，那么 1976 年我们应该管理 50 亿的资产，尽管这个目标比较适中，只意味着增长 7%。如果我们是一家新成立的公司或是另外一个行业的公司，我们是一家拥有丰富资源的公司——如果我们从过去 5 年中学会我们本应学会的东西——希望我们更加足智多谋。我们不仅需要更多的资源——50 亿美元是否足够我并不确定——更多的智慧去应对我前面提到的两项挑战——专业职责与受托人责任。

职业责任赋予的挑战

让我们先来看看专业职责的挑战。将来，我们必须为我们基金与咨询的客户提供准确的业绩标准。我并不是要告诉你这些标准的准确的属性。我可以做一下头脑风暴，描绘我脑海中确信的变化着的广泛的领域，这些是基于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资账户的实际业绩表现越来越注重的分析。这些新的标准最多具体表现为以下 4 个要素：

（1）账户的全部收益必须遵守严格的标准。这个概念，与共同基金行业的标准十分相似。将来可以延伸为可比较的精确标准——如果那样的话，我认为资产价值评估可以以一个基数计算而不必每月计算——与咨询类账户进行比较。业绩标准将是广泛而深入的，包括银行、养老基金、个人客户、所有类型的投资咨询账户。

（2）风险的概念就是它自身。对收益的“风险调控”将会采取数学的方法，尽管在观念上不是十分精确。在共同基金上，投资者将被告知对于既定的资金将会存在波动。（这真的就是风险吗?）在咨询领域里，投资者将被询问为了实现他们的目标他们能够承受的波动的幅度有多大。

（3）业绩的最终标准——在两个领域里没有——每一单位的风险应该得到多少单位的回报。我不知道哪种标准将被采用，这里只有这些。

（4）根据已经建立的业绩标准，还有投资者对投资管理过程越来越审慎的过程——

• 在共同基金领域，数据方面的服务（利普研究，等等）。

• 在投资咨询领域，大的公司投资者。

1976 年，这个世界——或者至少包括投资者——想知道当市场下挫时是否以及该买哪个账户——我们必须告诉他们并说明理由。他想知道哪个行业最受欢迎，我们必须作出回答。公司的选择必须能够清楚地说明原因。在这种情况下，我们的客户以及金融出版物完全有可能掌握比我们还要多的信息。（随着他们电脑键盘的敲击声，他们能够发现甚至连我们都没有注意到的组合趋势，或者我们不知道的方式。）

这种趋势的影响是深刻的：揭开货币管理专业的神秘面纱——特别是与共同基金行业相比神秘的咨询专业——有两个天衣无缝的理由，首先，我在这回顾了量化与合理性的趋势；第二，因为这个发展阶段部分导致了 1969～1971 年许多货币经理不能为客户提供满意的投资技术。

当你考虑佛瑞德・马特斯、佛瑞德・卡尔、杰里・蔡等人对投资界的影响（加上伴随而来的被公关界所夸大的情况），很少有人不去注意他们过去的缺点。正如所说的，我们意识到：“马特斯只是配偶，卡尔只是车子，蔡不过就是蔡”——当我们本应注意到，就像一首老歌中唱的，“基本的事情会随着时间消失。”如果我们不能从歌词中理解约翰・哈特威尔，佛瑞德・阿尔杰，比尔・欧尼尔，大卫・梅德，我们能够说出他们每一个人自己对去除货币管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理神秘性所作出的贡献。（我所提到的这些经理在共同基金的领域里找到了他们能力不够的最好的证据，很显然他们的咨询账户也遭遇过同样巨大的失败。）

我并不是要责怪这些人，他们谁也没有计划去失败。我只想说他们帮助我们建立了 1971～1976 年的舞台，只有那些被证明在货币管理方面保持一贯出色标准的公司才能够发展繁荣。只有那些作出过出色业绩并且符合精确的投资标准的公司才能获得必要的现金流，不仅为了未来的发展和资源，也是为了避免问题的现金流出。在这样的公司里，只有那些符合同样测试条件的个人才能享受成功所带来的巨额回报。

事实证明——我们期待的不是别的方面——过去几乎没有公司能够达到优秀的标准。虽然令人沮丧但确实如此。我们公司，在过去的十年里，我们应该排在不能提供一贯优秀标准的行列里。如果我们能在未来的 5 年里取得成功，那么我们必须证明在货币管理方面的一贯优秀。根据我们目前的记录，我们没法从一个特别安全的基础上开始。

无论怎样评价我们业绩的责任，未来 5 年里我们必须达到优秀的标准。如果我们要建立我们的资产，就必须这样做。关于业绩主题的信息量将会爆炸，我相信，你们可以期待更为复杂的新的评估体系、新的评估过程以及更多的成员。我们 1976 年的公司，对所有不论管理哪种类型的账户的货币经理人来说，而他们都是在更合理的气氛中进行的，都是比较专业的公司。

我不能预测为了完成这样的发展我们必须作出哪些调整。但是，我可以想象新的标准最终将在我们货币管理过程、机构组合、补偿计划以及研究领域内引起深刻的变化。重复一下引用《财富》的话，主动性、灵活性、创造性以及适应性都将成为决定我们成功的重要因素。

总结：由于过去的不合理与过度，今天与未来的通信的变革——量化与信息爆炸——货币管理专业将不再神秘。我猜想在这些变化中会出现如下情况：

• 第一，大公司养老金计划的竞争可能不是建立其他的投资咨询公司，也不是建立信托公司。它将是①建立新的小型投资咨询公司并限制他们管理的账户的数量（这样就被置于监管下）。②可能——尽管更重要的是公司自身——向货币管理的“内部化”趋势发展。在这种情况下，我猜测“多元化管理”的趋势从这点开始不会离我们太远。

• 第二，共同基金的竞争将继续在交易商分配的常规系统中展开。毕竟，交易商能够帮助普通的投资者应付新的评估标准。但是主要的问题还是在损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

害分配归属的情况下以资产净值出售。这个令人惊讶的发展趋势目前还不太被人注意，但是在共同基金行业里最重要的一点就是——基金净值现在就在出售基金分配权。

・第三，对于普通投资者资产净值货币管理的竞争也许不是在一种共同基金营销系统与其他系统之间展开的，而是在一种产品与另一种产品之间进行的。我们不能确信，例如，尽管最高法院在第一国立城市银行案件中作出裁决——银行禁止进入共同基金行业；判决只是禁止银行作为承销人进入，但并没有限制作为投资顾问进入共同基金行业。另外，我们没有任何保障，也不可能有任何保障，抵御其他能够证明比共同基金更有效率的服务，不同的成本构成，或更优厚的销售佣金，或者更优惠的税收条件和调节地位的营销方式进入共同基金。（这里，我所指的是变化的年金与养老金所带来的威胁。）

总之，竞争将不会变得更简单，但无论如何我们一定会将获得出色的业绩作为我们追求的目标。

受托人责任赋予的挑战

让我们来看看在未来对货币经理人同样迫切而重要的挑战——受托人责任。我们生活在忍耐性不断增加的世界里，这不仅表现在利益的冲突上，甚至还表现在冲突的出现上。很难说这种趋势是使人苦恼还是有可能使之缓和。因为“顾客就是上帝”的影响几乎充斥了我们社会的每一个方面，因此当然不仅限于在货币管理界。

在过去货币管理上存在的那些冲突呢，未来又将怎样被解决呢？

・多元化的销售方式和研究互惠中经纪人的使用问题。我完全不同意上诉法院在下层法院对忠诚决策的撤销，以及裁决基金有权夺回 1967～1968 年“放弃”的佣金，我毫不怀疑未来的法律环境会作出任何夺回的强制判断。我们在一个全新的世界里，甚至最高法院也不可能撤销曾在过去起过作用的忠诚，同样也不是将来。同时，能够得到的所有好处都将继续代表一小部分货币经理人的收入来源。

・交流人员的问题。相当多的滥用潜力的情况存在于这个领域，当然就存在这样一个最根本的冲突，对于一个纯粹的投资判断是将佣金支付给无关的经纪人还是投资判断时由经理自己赚取佣金。事实上，很多经理人就靠赚取佣金来盈利，（在特定的情况下）用于维持生计。这使我想到这类压力显然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是错误的。他们终将被解决，不是结构性的分割，而是一旦协商的费率再一次下降时应该进行的事实上的分割。

• 资产规模与投资过程问题。客户——基金董事与投资顾问账户也包括——除非我们能够向他们证明资产可以产生收益，否则将不会接受大规模的资产——早些时候我试图证明相当大规模的资源对于完成可靠的业绩工作是非常重要的——超过它不利的一面。我想我应该不用向各位解释不利方面包括哪些内容。

• 决策过程中的其他问题——决策必须与客户利益保持一致。包括限制性股票、组合订单过程（聚束）、在不同的账户分配订单、在基金与顾问之间进行费用分配，从根本上制定基金顾问费用的水平。

基金产业结构

最后一个话题——制定顾问费用的间距——是一个真正重要的问题。因为，如果共同基金独立董事最终担任 8～9 个咨询账户的受托人角色，这必然提出管理公司的角色问题——作为未来的一个独立的实体。而令人惊奇的是，这个问题竟然被忽略了。听听德莱弗斯基金公司的霍华德・斯坦是怎么说的：

投资机构是否应对除了把钱托管给他们的人以外的其他人负责？我认为不必。负责管理别人货币资金的人是否还应做其他事情——保持合作与其他财务关系，而这看起来已使矛盾表面化？我认为不是。

这是德莱弗斯基金公司的霍华德・斯坦说的吗？或者，他是否考虑过他的观点能否应用于我们自身的行业状况呢？（在这些方面他并不总是保持一致的看法，比如，反对机构进入费城－巴尔的摩－华盛顿交易所，反对机构申请纽约股票交易所的会员资格。）

事实上，最重要的法律决定之一在过去 10 年里对我们业务的影响提出了同样的问题。拉扎德个案有效地规范了——在一个特定的环境里——销售共同基金管理合同的利润属于基金持有人，而不是合同的销售人。引用法院的原文就是："托管人可能为了个人的所得不会出售或转移事务所……不论一个特定的受托人多么高尚，他的职责就是减少个人所得的任何可能性。"在 1958 年 ISI 案件中三个杰出的法理学家组成的陪审团的出现说明这个决定会逃脱法院的判决，这个判决能够使管理公司的股东获得管理合同的价值。有人说拉扎德的判决"打开了潘多拉的盒子"；我个人的观点是关上了这个盒子。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而，拉扎德判决提出了一个深刻的问题：普通法禁止托管人从出售他的事务所中获得利润带来的后果与商人从他创造的企业中获得企业价值这项隐含的权力是否相冲突？正如证券交易委员会主席凯西最近指出，拉扎德判决在受托人法律角度上是对的，但却伤害了商人的利益，后者也许要求提供立法补偿。

我猜想，最终的答案将是允许部分企业获利，但仅限于真正独立的基金董事会之间友好协商。想象一下这样的董事会会考虑的步骤，如果他们对于保护基金持有的权利具有重要意义的话：

・不能满足充分的业绩标准，强迫合同转让或终止的情况。

・管理公司计划合并，证明能给基金投资者正的收益率，包括更低的费用，加强经营，营销或者管理，等等。

・不论如何，更频繁与更灵活的费用协商。

这看起来像是在说最终的结果既不是拉扎德的“黑”，也不是 ISI 的“白”，而是代表双方真实的谈判。当然，这是 1940 年投资公司法最早的初衷之一（它瞄准的，部分来说，就是防止投资咨询合同中“欺诈”行为的产生），在 1970 年的投资公司法中，具体列名了受托人与咨询费用有关的金额和决定的职责。如果这是正确的，它似乎明确了大量的管理赢利性可能会受到一些限制。对于这些有人会说很糟糕，有人会说拉扎德将减少共同基金行业的业主。但是，我并不完全清楚 1967～1969 年企业家到底是服务于基金投资人还是我们的行业。

“一臣不侍二主”

这些问题相信也不是什么新问题。他们只是在被历史遗忘的时候发生的。例如，听听审判长哈伦・菲斯克・斯通在 1934 年说过的一段话：

我大胆断言，当金融时代的历史就要结束并被记载的时候，绝大多数的误会与它的主要错误将归因于没有遵守受托人原则，就像圣经中古老的规则一样，“一仆不能侍二主”……公司结构的发展以至于授权小组控制大量的中小投资者，如果现代商业界能够很好地履行恰当的职责，这种授权就使规则命令变得新鲜而积极的热爱。然而，那些名义上的受托人，通过聪明的法律程序，已经减轻了保护那些他们代表的利益的责任……只要想一想他们命令的基金利益，就代表我们忽视规则重要含义的程度有多深。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认同这个观点，同时披露我以前的一个偏见：所有的事情都考虑到了，惟独没有考虑证实企业资本充足率没有实现这一点，这对公众持股的专业企业可不受欢迎。这种限制可适用于货币经理就像适用于医生、律师、会计、建筑师一样。他们的情况和我们一样，很难看出公众投资者给企业带来的独特的贡献。通常，他们不能增加资本；他们不能增加专家；他们不能给我们的客户带来福利。事实上，有可能想象公众所有人造成的盈利压力与盈利增长的环境与专业机构负责任的运作是对立的。尽管货币管理界有这两方面的因素，但是商业与专业必然存在区别，最后，应该为客户利益考虑协调二者的关系。

然而，惠林顿管理公司由公众持有——与我们很多最优秀的竞争对手不同。我们对公众投资者负有责任，他们事实上是公司创立人的财务继承人。他们享有投资收益权，我建议我们的管理层回过头去认清责任。但是，如果它对我们作为公众公司服务的基金与咨询客户成为了一个负担，那么这个包袱应该永远存在下去吗？如果我们相信为了我们基金与咨询客户的利益，我们公司应该让积极的管理执行官持有而不是公众持有，我们采用对所有人都公平的一种方法去解决问题，难道这么做不应该吗？这在 1976 年看来是完成了多么伟大的一个目标啊！

共同化？

我真希望有一个简单的办法能把我现在谈论的内容简要地描述出来。但是，我要声明一下，就像法律文书一样在开头部分总是有很多种选择。比如，资金得到公司管理时就可能存在“共同化”过程（寿险业务发展专业的学生会知道这个过程是如何产生的），也可能在由积极的执行官拥有的管理公司里存在“内部化”的过程，通过签署合同来实现，这种合同就是在附加成本的基础上，受业绩与效率的驱动，但不能通过公开出售将利润资本化的合同。这与变动的税收待遇是相一致的，有利于以获得资本为代价来赚取收入。在这些观念上可能还有其他的变异。同时，由于这个原因，我们必须面对事实，那就是可能无法实现这个目标。

这场头脑风暴是我们必须做的事情中的一个重要组成部分，因为我认为重组惠林顿管理公司（我再重复一下这个短语，奇迹中的奇迹）可能能够使我们既能很好地完成业绩任务，又能有效地担当我们作为受托人的责任。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而最重要的是，任何重组都不能使我们已经建立的机构受到损害。我相信，我希望你们也能同意，我们已经建立起了一家值得共同拥有的机构。我们的基金和咨询服务区日益相互依赖，不仅在投资管理团队内部，还是在管理团队内部，依次在共同基金和投资咨询行销团队间互相作用。

坦白地说，我不知道我们保持机构统一是否就意味着在各种各样的关系中没有变化。例如，从法律角度上看，如果基金很难持有投资咨询公司的话，那么基金为什么就不能“共同化”呢？从调控的立场上看，至少到目前为止，基金业与投资咨询不存在巨大的差别吗？难道受托人的义务不意味着一方面与客户协商，另一方面他必须信任独立董事吗？从操作层面看，难道不是基金内部化并且在管理和分配上自立，在投资管理上继续保持目前的关系吗？

前方的挑战

像这样的问题表明了我们未来 5 年甚至更远的将来所面临的问题的复杂性。我希望我在建议这些令人惊奇的解决方案时没有太跑题。我要强调的是我们将保证质量并将他们带到未来，通过艰苦的历程让它更加稳固，就像我们曾经努力引出过去的问题一样。就像霍华德・约翰逊，麻省理工大学（而不是饭店老板，也不是共同基金）的校长在 4 月份召开的投资公司学术会议上警告的那样，“我们必须放远眼光，如果我们等到一切都看得很清楚的时候，”他说，“就没有操作的余地了。因此在没有好的选择的情况下许多糟糕的决策就作出来了。”

从个人角度而言，过去 5 年发生的事情对我来说是一段令人非常满意的经历。我希望在我们所面对的挑战中，对我所共同工作的人们，对于我们的成功与失败，对于所有的尝试，我是与众不同的并且是比较好的。这些非常有趣，我只是希望你们每个人至少都经历过一些感动——因为，虽然没有那么的戏剧化，但这就是生活的全部。

在惠林顿基金管理公司，我们——以及我们所强调的，因为我既不关键也不重要——已经建立了一些相当宝贵的东西。一个年轻的组织，一个开放的环境，一个专业的方向，一群能力出色、反应敏锐、洞察力强的人才，这些人（引用斯科定律的话，据说它掌管资本研究与管理公司的人事雇佣权）“至少可能喜欢。”我们的未来不再像其他事情的未来那样的不确定，我想你在这儿赚不到一大笔钱实在是没有理由——拥有人才、技术以及财力——在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个必须保持独立与统一的组织里，不管发生怎样的结构变化它都能发展。

为避免可能产生的误解，我把我的结论用更具体的形式表述一下：

我们作为一家独立的专业机构所建立的，只要财力允许，我们就必须保持成为独立专业机构。

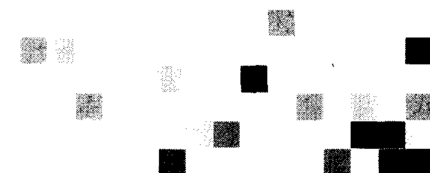
我们作为一家统一、合作的机构所建立的，不论我们是通过全体法人团体还是 6 个法人，我们都必须保持作为一个统一、合作的机构。

那时我们也许是一个与现在不同的企业，但是是一个比现在更好而不是更坏的企业。我重申我前面说过的：主动、灵活、创新和适应能力是必要的因素，在意义严格的受托人责任标准下，是我们在投资管理上保持一贯优秀这个任务的重要因素。如果我们这样做了，我们跨入的这条我在开始已向你描述的河流时将令人兴奋。我们将享受金融界这往往缺乏的冒险的感觉。并且，我们能够有希望完成“过渡”，不是狭义的安全抵达目的地——当然就算我们能安全抵达，我们也不希望这样——而是广义的自由，我们自身的一次升华。

或者也许《解救》只是另一次的冒险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 19 章
经济学与理想主义延长的影子



"威尔逊与普林斯顿"年度晚宴

伍德罗·威尔逊出版公司，华盛顿特区

1999 年 9 月 30 日

女士们，先生们：

晚上好！感谢卢肯斯大使及尊贵的来宾给我这个荣幸邀请各位。在这个盛大的场合，首先我想谈谈我从威尔逊校长那里发现的一些观点。特别是，他的延长的影子的理论是如何在今天的美国展开的，他的理想主义怎样形成他的经济政策。之后我们转向先锋，我在 25 年前建立的今天最大的共同基金企业。无论是我在基金管理的经济学观点延长的影子还是我自己的理想主义在我公司一个世纪的延伸也许只有时间能够告诉我们。但是我希望如此。

就像我理解的那样，是先锋明确的关于投资者资产职位的方法使普林斯顿大学今天早些时候决定授予我伍德罗·威尔逊奖章——用以奖励"为国家事业作出杰出贡献"的年度男大学毕业生。我在接收这项奖励时的羞愧与我被挑中并答不出问题的尴尬是一样的感受，因为这是在一大群杰出的公务员、艺术家、科学家和作家中优先奖励了我这个商人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威尔逊与经济学

在准备我来威尔逊演讲的过程中，与颁奖结合起来，我再次研究了伍德罗·威尔逊先是作为大学校长，后来作为美国总统所留下的出色的遗产。作为20世纪末金融协会的成员，我对他不为人熟知但是非常有远见的贡献所深深折服：这是一个新的美国经济与金融政策的方向。

你不必从这儿出发穿过很多街区去看写在漂亮的希腊复兴建筑大厅内的话："我们应该保存，而不是破坏。我们将应对目前的经济体系或者可以被调整的经济体系，而不是它可能的样子，如果我们能在一张纸上清楚地写明这个体系；一步步我们将把它改造成它应该的模式……"这句话的引用，引自威尔逊简短的（对他来说）1913年3月4日第一次就职演说，正如你们当中有人确信无疑的一样，在华盛顿区联邦储备银行的大门前发表的。

威尔逊建议联邦储备法案应当引入国家的货币与银行改革。他渐渐地为国会工作，对现行的金融体系作出了许多让步。自从安德鲁·杰克逊在1836年取缔了美国第二家银行后，美国就只有一家中央银行了。威尔逊的目标是防止银行出现恐慌，打破信贷的个人垄断，使银行能够服务于，用他的话说，"是商业和个人企业以及创业者的工具而不是主人"。联邦储备银行经过多年慢慢地发展变化，最终成为世界上权力最强大的金融机构。而没有人——包括威尔逊在内——能够预见到这样的发展，虽然他的影子至今还影响到美联储。

威尔逊力求对美国经济秩序的根本变革很难止步于此。同样在那次就职演说中，威尔逊建议削减关税并把美国向全球的商业开放（1913年的安德伍德关税法案）并改进谢尔曼反托拉斯法并增强公平性（1914年克莱顿与联邦贸易委员会法）。他实现的目标，被时间再次证明，为自由企业和解放的竞争创造出的环境会盛行开来。他对这个目标的热情几乎被掩藏了起来：为了保留"古老时代，当美国国旗遍布每一个村庄，国旗插上每一个山冈，美国在每一个宽广的牧场上展示她强大的力量，在山上燃烧她的企业之火，直到地底下，每一个有渴望有追求的人都成为行业的领军人物，而不是雇工……美国代表着机会。美国代表一块自由的土地而没有偏向。美国代表对所有人的利益作出响应的政府"今天看来是不是比说的还要好呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自由还是保守?

在他第一次就职演说中，威尔逊还强调保证国家的健康发展，为了子孙后代保护环境，平等的机会，精良的食物与就业条件。多好的日程安排呀！如果这些目标在今天被看作是自由的象征，当然他的基础哲学就是保守的："财富与人权的基本保障；发展那些关系我们生活的事业就像点燃壁炉照亮周围每一个人一样。"他并不激进，威尔逊表达了完美的渐进主义观点："我们将一步步使（我们的经济体制）成为应该成为的样子……正义，只有正义才是我们的座右铭。"

当我看到他第一次的就职演说稿，我奇怪他的经济洞察力来自何处。在普林斯顿大学的西利 G. 玛德手稿图书馆里，我发现他的观点来自亚当・斯密，它在 1887 年的布赖恩梅尔学院用于他的政治经济学课程。但是，天啊，它把焦点放在亚当・斯密掌握艺术的演讲上。威尔逊的观点（"一位老主人"）强调的是包括国家财富在内的经济学观点杂论上，但同时被斯密的道德情感理论所补充。

在那本早些时候的书里，亚当・斯密以非常无私的动机估计"爱情、仁爱、同情、慈善这些善良的影响将填满生活"。因此，威尔逊的论文为那些国民财富中对自身兴趣与私利的特别关注提出了辩解。但是在道德情感（尽管威尔逊没在他的论文中提到这一节）上我们发现跨越的伦理原则可能会使鼓吹亚当・斯密自由竞争理论的今天的保守派们感到惊奇：

它是原因、原则、舆论，是我们行为的伟大裁判与仲裁……向我们表明适度的慷慨，再注入我们自己最感兴趣的而对别人比较感兴趣的、光荣与高尚的爱情，我们自己的尊严。

我的观点是这些文字的理想主义的精髓——我想我在听伍德罗・威尔逊最后演讲的抑扬顿挫的陈词时没有曲解——在他第一次演说中阐明的经济与货币改革项目的成形比具体理解 20 世纪初经济体制的著作更有事情可干。我相信，简而言之，威尔逊的理想主义就是他在经济学方面的灵感。

无论这个问题是否被我们国家的货币政策或是降低关税所控制，威尔逊对经济政策进行了改革使其保留了国家开国元勋提倡的民主理想。在他第一次就职演说中，威尔逊感慨道"我们举起几乎不可能举起的大型机器，那些站在控制杠杆的地方的人们应当找机会关注一下自己。"威尔逊的管理在于寻找纠正拜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

金年代广大老百姓与强大的金融巨头和工业巨头之间失衡的方法。威尔逊采取道德改革来“使我们国家的命运的每一个过程再次与我们最开始引以为豪建立起来的标准以及我们一直在内心默默执行的标准一致起来。”

即使 90 年后，在这个经济全球化的时代，威尔逊的影响依然通过美国的商业与金融共同体在全球的经济行为中影响着机构与政策。他的影响，当然，也影响着普林斯顿大学。在 1902 年成为大学校长的时候，他贯彻执行教师体制并改革教育，增加了很多物理试验的设备，开设了一门新的课程，增设了一项荣誉项目，创新了今天的大学住宿制度。（他的“最喜爱的学院象牙塔计划梦想”在 1908 年被拒绝，这个挫折成为他决定离开普林斯顿并竞选新泽西州州长的原因。但是到 1966 年“伍德罗·威尔逊大学”成为普林斯顿 5 所住宿学院的第一家①。）

他一直影响到了日后的联合国，他国际联盟梦想的破灭，使得对这位理想主义者的彻底打击毫无疑问成为他 1918 年遭受的致命一击，从而结束了他的政治生涯。然而，我们不能错过的爱默生的警句仍在耳边回响（我们知道威尔逊是爱默生作品的忠实读者）：“一家机构就是一个人延长的影子。”不论发生什么事情，当然威尔逊的影子今天没有被误解，对普林斯顿，对我们的经济体制以及联合国，是坚定而重要的。

威尔逊令人敬畏的影子我们暂且不谈，我现在要讨论的，带着几分不安，是 1999 年度伍德罗·威尔逊奖章获得者。我一想到这件事，就使我联想到威尔逊会对将奖章颁给一位商人而感到高兴。事实上，我对他的普林斯顿演讲词提出些许建议：大学必须“服务于一个自由的国家而这个国家的进步、能力、繁荣、愉快、正直要依靠个人的奋发向上和良好的意识。”他期待“商人和金融家尽情发挥想象……因为每项值得考虑的事业都建立在知识，慎重考虑以及处理人与事情的基础上”。他说：“观念上自由的资本最需要精神和物质，这些能够提高人口素质并帮助所有人提高生活质量……没有一项任务恰好就是个人的。它是世界事务的一部分。②”

---

① 在 1945 年乔治·麦克林．哈柏写的关于威尔逊的内容，他与威尔逊相识于普林斯顿，认为“也许有一天就像威尔逊预测的那样将有一所住宿学院进入大学并且以他的名字命名。”多么准确的预测啊！

② 在威尔逊时代，当然，“男人”是“人类”的同义词。我们不能忘记，他管理的时候正是宪法第 19 条修改法案将“妇女的投票权”写进宪法的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋公司创建背后的经济学与理想主义

用威尔逊的话说，我曾努力将我的事业投入到“恰当的任务”中。几乎25年前我们的公司成立了。我为新公司选择了“先锋”的名字，希望它能继承先锋战列舰的传统，纳尔逊勋爵的旗舰，在200年前尼罗河上战胜了拿破仑的舰队使他获得了成功。（纳尔逊的胜利最近被《纽约时报》赞为千年来最伟大的海上战争。）如果先锋能够区别自己，通过我们工作的任务，我们诚实的奉献会为共同基金投资者带来相当的震动。

毫不夸张地说，没有普林斯顿，就没有先锋。因为我对这个行业的兴趣来自于在大学最新的燧石图书馆，那是在1949年一个偶然的机会。我似懂非懂地看着《财富》杂志上的一篇描述共同基金为“微小但是值得争论的问题”的文章。我当即决定这将成为我二年级论文的主题，我的题目是“投资公司的经济作用。”因此，感谢威尔逊校长，使这篇论文达到了大学毕业程度的要求。似乎我的论文有些问题，就像一些人慷慨地指出的一样，展示了先锋未来的模样。但是，不管对错，我具体化的许多实践，几乎50年后，证实是我们获得成功的核心，反映在我们的基金资产上是从1974年10亿美元增长到1999年的5 000亿美元。“共同基金的主要功能是管理他们的投资组合。其他事情都是偶然的……未来的行业发展通过减少销售费用与管理费用从而实现规模最大化……共同基金不能要求超过市场平均收益率水平的回报率。”通过最后一句话的修饰，基金应该以“最有效率、最稳健、最经济化的方式”经营。这些词语就是对一个优秀企业早期的设计吗？还是仅仅是乳臭未干，甚至一知半解，所谓的理想主义？我让你们来作出决定。但是不管情况如何，它确实奏效了！

事实是先锋的经济学，和威尔逊的一样，都是根据理想主义形成的主要的标尺。如何让先锋公司从同类商业企业中脱颖而出就成为了我们的任务：在我们自己的商业利益之前应是我们投资者的利益。我们真正的共同的共同基金组合在基金行业是惟一的：基金的管理受控于基金持有人，而不是外部的管理公司，以“考虑成本”为基础进行经营，不是为了优厚的管理费用。通常由管理公司赚得的利润被缩减了，这个共同基金已经成为为投资者带来增长的储蓄的主要来源——因此增加了回报——现在接近200亿美元了。另一项贡献是我们向持有人所作的深切的、勤勉的、谦恭的、热情的奉献，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

们相信我们能够以最低的经营成本来对待他们的资源；也就是，“以尽可能最节约的方式”。

成本与迦太基一起下降

所有的因素中最重要的就是成本。他们确实如此。就是成本问题。我经常重申这个场景，一位记者把我与加图进行比较，加图是罗马的演讲家，他的演讲总是以号召击败迦太基作为结束语：“消灭迦太基。”我的演讲总是很不知趣地重复这个主题，我想到了威尔逊，当我问他在演讲中是否经常使用同样的观点时，他回答说：“你得给我很长的一段时间我才能回答这个问题。”（也就是说，他希望继续重复使用相同的观点。）

成本到底值多少？非常重要！考虑销售费用、管理费用、经营费用，组合交易量，每年共同基金从投资者回报中要扣除 2.5%。假设——实际上是非常主观的假设——经理能够与股票市场的回报相匹配，比如说，10%，那么一年消耗的成本就是投资者回报的 20%，20 年就是 29%，而且——我很高兴你们还能坐在这里——25 年将耗掉他回报的 45%。将近一半的由股票市场产生的回报被典型的共同基金的成本所吞噬。

在我题为“刺猬与狐狸”这篇演讲中，我大力提倡将成本最小化。这篇题目来自于阿基罗库斯的格言：“狐狸通晓很多事情，但是刺猬只知道一件重要的事情。”在我的演讲中，我参照了很多货币管理领域的许多金融老油条——通常对于错误显示出才华横溢、聪明、老谋深算、狡猾——通常在进行股票交易时能够以充足的精力战胜股票市场，只是最终由于他们积极的投资方法导致了不堪重负的成本将他们拉进了失败的深渊。而另一方面，刺猬的高明想法是购买多样的股票并永远持有。当然，这是沃伦·巴菲特策略的描述。也是先锋取得胜利的驱动力。消极管理市场指数基金。以其最质朴的形式，指数基金——作为成本最好的实验——拥有美国所有行业的股票，并且从不卖出。

狐狸与刺猬谁能够取胜呢？好吧，让我们来看看记录。如果你是在 17 年的牛市一开始就投资了 10 000 美元于典型的共同基金的狐狸——历史上最伟大的阶段——今天就已经价值 136 000 美元了。同样将所有的投资投资于市场基金刺猬将价值 182 000 美元。只是拥有美国的商业——以低廉的成本——然后什么也不做，就取得了 46 000 美元的额外回报。区别就在于有关的成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毫无疑问投资者开始欣赏指数化了。毫无疑问，金融的老油条们憎恨它。因为，就像现实记录那样，狐狸的积极管理，背负着巨额的费用与成本，仅仅是将市场回报从持有人变化为经理人。

与其他公司相比，先锋就是基金行业的刺猬，运用它最伟大的一点领先于众多的基金行业中最有效率、最受投资者青睐的改革：共同（投资者所有）组合；指数基金；税收管理基金；货币市场基金；对特定的资产发行债券基金的管理；没有费用的基金向投资者直接进行股票交易，没有推销员或佣金；还有其他的很多种改革。当然我们不总是第一个采用这些策略的人，我们在推动他们接受时具有广泛的信用，因为我们只集中在一点，就是降低成本用一种非常与众不同的方式为投资者工作。威尔逊说过："他也许不能形成他所有重要的观点，但是他提醒的是别人不做的事情。"先锋就是这样。

延伸的影子

先锋也是"一个人延伸的影子吗？"我不太确信。但是我希望并祈祷投资哲学和人力价值的影子——经济学与理想主义——我所拥护的这些能够在我们公司永远长存。因为它们是正确的哲学、正确的价值，合理，持久，甚至永恒。作为我个人，我可以向你保证今天的先锋已经远远比它年迈的创立者更能禁得住考验，而且比任何一个人都伟大。我们优秀的员工，已经超过了10 000人，正为我们的核心价值全身心地投入。我们的投资者，我经常听说，事实证明他们对先锋有非常精细的了解。甚至威尔逊说过他把希望寄托在人们的身上，并相信人生真正的智慧就是普通人经验的叠加，因此我非常相信我们投资者的智慧与共识，以及对他们继续对先锋合理投资方法的认同。

在我所崇拜的威尔逊的所有优秀品质中——他强大的智慧、他居高临下的位置、他优雅流畅的英语、他的远见与他广博的视野——我最崇拜他的坚忍不拔，不轻易妥协，用一位同事的观点来说就是"他勇往直前，充满激情，大胆直言，具有改革精神。"他没有超越对每个问题都有两面的反应，"是的，正确的一面与错误的一面。"他也没有超越他对同事说的"做你认为最好的事情"，通常揭开下面的面纱，"但是要用这种方法。"他承认，随着年龄的增长他几乎不再那么容易对付或是容易被安抚。"年龄越大，我就越容易激动，"威尔逊说——那时他才 52 岁！我敢说我在先锋的同事们身上看到同样的特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威尔逊固执的理想主义成为他在普林斯顿实现最终目标的拦路石——学院教育事件——当他在白宫工作时——发生的国家议员事件。我想起 F. 斯科特·菲茨杰拉德的话："让我看看英雄，我能把你写成传奇。"但是是传奇这么简单吗？所有的发展都过去了。对我而言，不论最终是成功还是失败，按照一个人的原则与价值观作出坚定的承诺就是人一生的全部内容。瑟尔·罗斯福，威尔逊的前任总统，曾说过："荣誉属于竞技场的角斗士，……他们懂得激情；……为了一个值得付出的理由勇敢奋斗，……最多，直到伟大事业的最后胜利；最差，如果他失败了，至少他敢于面对失败，他的地位永远不会和那些从未品尝过胜利或是失败的冷漠而胆小的灵魂在一起。"这些品质将导致妥协，至于价值甚至有时是无任何价值，很少对大机构的建立负责任。

最后，我的理想主义观点——我没有说抱歉——共同基金公司是客户的，通过客户并为客户服务的，他们的利益在经理人与业主利益之上；为那些将资产与信托交给公司的客户提供服务。观点的核心是低成本，甚至在威尔逊身上发生的事情，我在先锋投资的理想将引导它的经济理念。"还有其他事情，"他在他普林斯顿的演说中写道，"除了我们向我们这一代人提供的物质上的成功之外。必须让人们更重视原则而不是金钱，正确地调整生活的路线而不是利润的总量的积累。要求冷静的思考以及全身心投入就像要求提高实际效率一样迫切。"

威尔逊总统以这句响亮的结束语结束了他的演讲，我今晚的结束语是这样的："我已经研究了美国历史。我看到了它在自由之路上伟大的成长以及遵从伟大的理想所取得的进步。每一个具体的进步看来都源自于抽象的原则，以及观念的想象。她伟大的胜利是和平与人类的胜利。不论是和平年代还是动荡年代，普林斯顿一直支持国家的事业。"继续他的观点——请记住，这篇演说是 1902 年发表的，几乎一个世纪以前——他补充了一句最深刻的话："在我们面前是一个全新的时代，在这个时代中我们必须领先世界……时代的精神将提升我们到每一个大企业，但是合理的理解这种古老的精髓还是会束缚我们……我们的后代将继承共和国缔造者的血脉。"因此，在今天这个特殊的夜晚，美国的这种时代精神被完好地保留了下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 20 章
站在历史正确的一面

1998 年服务者领导关系国际会议
印第安纳波利斯，印第安纳
1998 年 8 月 7 日

今天，我想把一些个人的观点融合进营利性公司的部分历史里，并且试着理性地解释一种理想化的观点如何可以并且已经影响到功利的，大鱼吃小鱼式竞争激烈的美国商业界。这种理想化的观点认为服务者也是领导者，领导者也是服务者。我将用正在茁壮成长的共同基金业和这个领域里成长最快的大企业——先锋集团作为例子。我估计共同基金业在美国是仅次于互联网业的成长最快的行业。

我想，令人感兴趣的不是我们纯粹的成功——我在这里相当不情愿用这个内涵让人难以捉摸的词——而是这样一个事实，不管我们达到什么成就，我们总是踩着别人的步点实现这些成就。我们独特的企业结构鼓励我们贯注于当基金持股人的服务者，培养了我们对他们所负担成本的训练有素的态度，也培养了我们保守的投资策略和观念（很多是我们重新创造的）。在下面的评论中，我计划论证很多上述的观念如何很好地为我们服务——尽管不是直接的，但仍然很好地服务于我们——并且给我们带来了今天的地位。我希望这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

些评论会让你们所有对服务者—领导者关系感兴趣的人觉得是非常中肯的。

基金业和先锋集团

我要对当今共同基金行业的境况做一个简单的描述，并且确定一下先锋集团在其中的地位。尽管有点犹豫，我必须以此来建立我真诚可信的态度，就好像我的这样的态度确实是建立在这个基础上似的。共同基金行业正在蓬勃发展：

• 它的资产基数已经膨胀到了 4 700 亿美元。和 1/4 个世纪之前相比，有 90 倍的增长。这相当于每年 20%的复利增长率。

• 每年大约有 5 000 亿美元投资者的资金流入，与 1974 年的 2 亿 9 千万美元的流出金额形成鲜明对照。共同基金已经成为当今美国家庭投资的选择，是家庭净资产值增长的 100%的来源。

• 25 年前，随着道琼斯指数下跌至 578，创下 12 年中的新低，市场出现了滑坡。而今，尽管处于平均经营水平的股票共同基金的相对回报远低于市场平均值，即使表现最平凡的基金也带来了可观的绝对回报。但道琼斯指数仍高居 9 000 点。

• 尽管金融类基金（1981 年占有 75%的行业资产），以及其后的债券类基金（1986 年为 37%）曾经是这个行业最大的部门，作为市场上升的结果，占行业总资产额 53%的普通股基金再次成为这个行业的驱动力。这真是一个对市场非常敏感的产业！

• 产业的特征已经彻底地改变。随着投资者受到更好的教育，将有更多的投资意识和自我信赖，零负荷（没有委托佣金的）的共同基金已经成为基金行业最大的构成要素——从 1979 年占行业资产的 15%激增到当今的 35%。事实上，基金行业中最大的两个公司，以及前 10 大公司中的 5 个，经常提供零负荷基金。

用传统的尺度衡量，先锋集团这个 25 年前甚至都不存在的公司，正在逐渐成为这个行业的领导。我们在所有大公司中有最快的成长速度，作为结果，我们已经成为两个世界最大的基金组织的其中一个。有广泛的衡量尺度可以证明这一点。

• 资产从 1974 年创建起的 14 亿美元增长到近期的超过 4 000 亿美元——接近 300 倍的增长，相当于 27%的复合增长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·现金以每年500亿美元的速度流入。相比而言，1975年有5 200万美元流出。这是基金行业里一个更加极端的逆转。

·在起始阶段，先锋集团提供带买卖佣金的服务。这是行业里的典型模式。然而，在1977年，我们突然地转变成零负荷销售。这是一个史无前例的转化，并且发生在公司开始运作还不到两年的时间里。我们领导基金行业转化到了零负荷占统治地位的阶段，并且是现在这个领域里最大的公司。

·我们在行业中的市场份额从1980年的2%增长到今天的8%，在零负荷资产中的份额从9%增长到24%——相当于零负荷基金投资中每4美元中的1美元。

·并且，受我们在货币基金，债券基金，保守的股票基金和指数基金中卓越表现的推动，我们目前占有流入零负荷基金的现金量的整整50%。我们其他3个最接近的竞争对手分别是15%、7%和6%。

我不想妄自尊大，我要说的不仅仅是阐明我们在这个行业中的位置，而是要提供一些背景来说明这种状况是如何而且为何产生的，以及它所论及的重要商业道德规范——非常接近于我们已经建立起的“服务者——领导者规则”。最重要的是，在这个会上，我要提出一个重要且具有乐观主义的基调：我们完全可能通过做好业务而干得好，通过为他人服务而获得成功，通过把原则和机会主义结合而成为领导者。我确实深信，通过用合理的方法做恰当的事，我们就会站在历史正确的一面。

把时钟倒转

让我们把时钟倒转，1925年，3/4个世纪以前，一位年长的教授在大学课堂里对他的学生们讲：我们的国土上诞生了一个新问题，我们正在演变成一个被大机构——商业、政府、大学——所支配的国家。然而这些行业并没有很好地为我们服务。我期望你们所有人都会为此感到忧虑。然而，除非这些机构里的人能为了公众的利益而使它们更好地发挥作用，否则真正有价值的事是不会发生的。你们中的一些人应该在这些大机构里建立自己的事业并且成为公众利益的推动力量——从这些机构内部。

这些话今天也很适用。但是，正如你们中一些人肯定知道的，这些话曾经鼓舞了一个叫罗伯特·格林利夫的大学生选择经商作为自己的事业。在毕业以后，他加入了美国电话电报公司，该公司是当时我们国家雇员最多的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 [redacted]

司。他自称是一个实干者和追求智慧的人。他的目标是致力于发展公司的组织结构。他在那里工作了接近 40 年，直到 1964 年退休。

我无法知道格林利夫对 AT&T 的组织结构发挥了什么样的作用。但是从他退休后于 1969 年发表的精彩文章“服务者作为领导者”，以及其后的一系列工作，的确给美国公司和机构领导这个课题带来了真知灼见。格林利夫中心正在继续他倡导的改革运动，并取得了非凡的成就。我对中心的领导作用满怀敬意。

极其中肯

我必须承认，我直到 20 世纪 80 年代早期才读了“服务者作为领导者”。这时候它早已成为一本名叫“作为服务者的领导者”书中的一部分。这本书包括一系列相关的文章。但是当我读到它时，以及我为准备今天的讲话再次读到它时，他那有说服力而又中肯的观点让我感到震惊。不仅仅是让我对视野外的世界，而是让我本人直接而又切身地感受到。就如同我的这个前辈把望远镜准星对准我时，非要逮住我这个猎物一样。

现在，我希望——而且我也怀疑——很多赞同他的观点的人也有同样的感觉。这种赞同，这种受到启发的感觉，比其他任何事情都能说明他的精神和思想的力量。那么，从这个意义上说，他中肯的态度远比直接的价值和原则灌输要重要。在受到他丰富知识的深刻影响之前，我在 1974 年创办的这个企业已经体现了这些价值和原则。

今天，我想适量地引用一些罗伯特·格林利夫写的话（仅做最小限度的改动），然后描述一下这些话的精髓和先锋集团的精髓的相似之处。我希望以此来证明他当初的梦想不仅能在生意场严酷的现实中占有一席之地，而且可以成为一个成功企业的基础。

我将触及 5 个领域：①他的文章，“模范机构的建立”；②前瞻性和责任感的结合；③他关于优秀公司和解放观念的反思；④一系列有影响力的平行短语，以及最后一个有些偏激的领域，⑤他的“从弱小到强大的备忘录”。在每个领域，我会举例说明格林利夫的智慧怎样启发了我，并在先锋集团中幸运地体现出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模范机构的建立

1974年8月，罗伯特·格林利夫谈到了模范机构的建立。有趣的是，他不是在讨论商业机构，而是一个宗教性的女子学院。当时恰逢这个学院100年校庆。他的蓝图有4个基石。

第一，一个目标，一个成为杰出的服务于社会的机构的概念。在这个机构里，所有接受其教育的人都被提升到更高尚更有效率的境界。这种境界应该是他们通过自身努力或者其他不够严格的教育难以达到的。

第二，对领导地位和胁从地位的理解，因为机构中的每个人都是部分领导者和部分胁从者。如果一个机构的目标是通过作为服务者来实现的，那么只有天生的服务者——那些愿意服务他人的人——才应该有权领导它。

第三，聚焦于权力和权限是如何被操作的组织结构（或运作方法），其中包括这样一种规则，即每个人不光要实现自我，还要帮助他人。

第四，也是最后，理事的必要性，这些人享有最根本的信赖，他们远离机构，比内部人士更客观。

巧合的是，格林利夫先生在这个有百年历史的学院发表讲话的时间离先锋集团的创建只相距一个月。但是我们集团与他提出的这个模式的类同之处是惊人的。我们最初的观念，例如，是转变共同基金商务集中服务于两个主人——资金股东和外部管理者——的状况。这种服务于两个主人的模式——如马太福音所描述的，是不可能完成其任务的。与此对照，我们只为独立的股东服务——因为共同基金——以及他们的股东——又是我们操纵基金的管理者。结果，我们基金的股东成为企业回报的受益人。而在传统服务模式中，这些收益被外部经理人硬性占有了。我认为我们的概念升华了基金企业的境界，尽管我们选择了一条与众不同的道路。

但事实上，我们机构的概念，是单独服务于投资者。我们是先锋的创造者，聚焦保守派资产净值、债券和高品质有价证券的金融市场，随着股票和债券市场指标进行基金细节的完备，所有这些已经产生了效力。通过我们的操纵，每年可以为投资者节约的资金——仔细想想——大约30亿美元吧。把成功的策略和最低得成本加在一起，就会得到长期的回报。

老实说，我们最初并没有很好地符合格林利夫模型的第二条规则，即理解领导地位和胁从地位。但是我要说，我已经把职业生涯的大量的时间花在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展相似的概念上了。举个例子，在早期一次对只有 28 名的最初员工的讲话中，我说："我希望我们中的每一个人都能平等地对待别人。如果你不明白这句话的含义，请到我办公室来。"我经常强调这样一些把先锋集团与其他企业区别开的价值，即比我们所有需求更重要的是要认识到我们这些服务者以及我们的服务对象必须被理解成活生生的人，有他们自己的期望、恐惧、野心和财政目标。

经过这些年，我已经渐渐地爱上了"人"这个词，我用它描述我所服务和我们在先锋集团所服务的对象。我甚至在哈佛大学商学院作过演讲，讨论如何以人为中心而激发我们成为所谓的"服务跃进公司"。我向学生们发出挑战，让他们尽可能在所读过的关于企业策略的书中找到"人"这个术语，但是，据我所知，没有一个人能迎接这个挑战（令人惊讶的是，我没有在任何格林利夫先生的著作中见到过这个词，但是我确信，他也一定会喜欢这个词。）

组织结构或运作方法，是我们投资机构新模式的一部分。权力和权限并不是像共同基金行业惯常的那样在管理者手中，而是在基金股东手中。当然，很多权力必须移交给管理者，但是，最终的权限归我们所服务的对象这个整体。现代经济学书中有这样一条规则，"像对待你的主人一样来对待你的客户。"它的确是个非常好的规则，而且对我们来讲尤其容易遵守：因为我们的客户就是我们的主人。

显而易见，与广大的中小投资者相比，我们的业务管理者需要更直接的监督。因此我们迅速决定我们需要真正独立的托管人，如格林利夫先生"典型机构的要求"结尾所讲的那样，这些人可以提供客观性和公平性。他们是我们最信任的人。从那时到现在，控制我们基金的托管人，至少有 80%的人与先锋集团除了基金管理以外无任何方式的关联。在格林利夫先生描述的值得尊敬的机构模式的时候，一个用全新的理念创造的全新的公司，正在形成！

前瞻性和关怀的结合

现在，我来分别谈谈两个题目：前瞻性和责任感。格林利夫先生似乎认为这两个题目是连在一起的。他在关于优秀领导者的论述中论及了这个问题。

宝丽来的创办人——爱德文 M. 兰德先生，曾对大众论及不是天才的人如何成功时说："在一个人自己的领域当中（无论大小、高尚或世俗）他将让他的事业发扬光大；他很乐于在他的领域里为别人提供帮助，并且为该领域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作出独有的贡献。"但仅有成功并不够，关键的是要有前瞻性。领导能力就是领导者具有长远眼光，并以特有的正确的方式处理这些将会遇到的问题，如果他迟迟不动手，他就不是领导者——顶多是个斡旋者。

前瞻性是领导艺术的核心。前瞻性是领导者必备的领导能力。领导者们必须有信心武装去面对不可知的事务。伟大的领导者能够在正确的时间、地点，根据自己的特点，制定和发挥他们自己的最大能力，而且并不违背客观规律的准则。

是否有关怀是领导艺术的基础，是社会的基石。在小型机构中，关怀在很大程度上是个人对个人的。但现在，关怀更体现在整个机构相互的协调中——这些机构通常是大型的、复杂的、强大的、非个人的，不必是有竞争性的，有时甚至是腐败的。

要建立模范的机构，关怀必须是出发点。像个人一样，机构也需要有人关照。关怀是一件苛刻和苛求的事。它不仅要求有兴趣，还需要有热情和积极投入；它需要有自我牺牲精神、智慧、坚定的意志和纪律。对于一个机构，尤其是一个大的机构，尤为困难。因为大的机构让人感觉冷冰冰的，不近人情，而且似乎自有一套运作方式。

在 1986 年，我还未读过罗伯特・格林利夫关于以上观点的文章，我只读过一篇麻省理工大学校长霍华德・约翰逊于 1972 年发表的演讲稿，那篇演讲稿首次提出这些看法，给了我极大的启示，到了 1986 年底，我在对我员工的演讲中详细地引用了这些观点。请注意它们的相似之处。

遇见难题并争取理性的办法解决，这样的时机总是存在的，如何避免走入歧途，如何保持持续稳定的发展，只有依靠前瞻性这一领导艺术的核心，良机错过，就不会有好的决策了。

如果前瞻性可保护一个机构，那么如何运用呢？首先要有目的性，其次要有能达到新目标的能力，最后我要强调一点，就是大家要关心这个机构，关照它，爱护它，机构的成功根植于这种关怀。

机构必须得到关照和培养，如同对个人一样，甚至在机构运转不利的时候也应该如此。机构的拥有者，工作者、受益者、管理者、都应该承担这种任务，每个与这个机构有关的人都应当负起自己的责任。

1986 年的演讲，仅仅是众多演讲中的一次，我讲述了人道的重要性。当时，我提醒我的员工，"只有我们真正地关心我们的团队、我们的伙伴、我们的同事、我们的客户、我们的整个社会，我们才能保持，保护和防卫我们的组织和我们体现的价值。"此外，我还要强调我们的责任，"忠诚地服务于上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帝的人，相信我们提供的合理的投资计划，有明确的风险、公正的价格。我们一定不能让他们失望。”

5 年后，在 1991 年，我重提“勇气和关怀”这个话题。我要用 1798 年的尼罗河战役中纳尔逊将军的胜利来阐明勇气。那场战役是我们历史的一部分（在先锋集团时，我们曾经为它的第 200 个纪念日而庆祝）纳尔逊的旗舰是英国军舰的先锋。1974 年，在公司成立的前几星期，我很偶然地读到这个战役，纳尔逊非凡的成功给了我灵感，于是我选择“先锋”作为我们集团的名字。

在先锋集团时，我提醒员工们要敢于与众不同：我们特有的组织结构，史无前例的委托费的转换，给投资者提供无偏见的信息的决定，还有市场上首创的指数基金。指数基金这个想法一定有人认为是愚蠢的，因为在整整 10 年的时间里，未曾被别人模仿过。

在我的演讲中，关怀渐渐成为中心话题。我强调，关怀是“忠诚的条约”。我所提到的每一个大胆的决定，都是本着对客户关怀的态度提出的。我还要补充一点，我们的员工必须要具有关怀精神，特别是要有“合作、包容、尊敬”的精神。为了时刻提醒他们，我们不得不需要一本政策指南。“我们永远无法以自己来取代关怀态度的源泉。”罗伯特·格林利夫和迪安·约翰逊倡导的精神已经在这个新兴的行业中占有了一席之地。

卓越的公司与开放的视野

下面我要从罗伯特·格林利夫的观点来谈一谈关于卓越的公司与开放的视野这个话题。

一个卓越的公司与一般公司的区别不在于它的优越技术、更加精明的市场分析、更雄厚的财政基础，等等；它是一个不同寻常的构想——什么是企业的战略目标，什么是企业的首要任务，怎样组织好企业的各项服务。它有自己根本的体系和对企业自身的设想。遵循常规的企业发展策略，这种构想根本不会成功。那些不太成功的竞争者会说：“这个方法行不通，我们从中学不到什么东西。”

在某些情况下，不同寻常的构想往往来自于开放的视野。然而在我们这个社会中开放的视野是很少见的。为什么呢？因为在一个稳定的社会里，新鲜的观点总是难以为人接受。但是如果没有这种开放的视野，社会是没有前途的。我们不可能回到一个让人悠然自得的、完全传统的社会关系中。因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将来的社会关系必将发生巨大的变革。

然而，难以为人接受只是问题的一半。另一半问题则在于那些有着开阔视野和独特见解的人中，很少有足够的欲望和勇气去尝试。尽管如此，总会有一些具有领导才能的人来明确指明前进的方向。正是这些人给我们带来了开放的视野。而开放的视野是一个有关怀精神，为公众服务的社会的基础。

先锋集团是否是个卓越的公司呢，我还是让比我更聪明，更客观的人来判断吧。不过，我认为，先锋集团是个卓越的公司。而且我会毫不犹豫地说，它是标新立异的产物。它在如何确立目标，如何选择重点，如何更好地组织客户的服务方面都有很多新思路。当然我们的竞争者——即使是最成功的竞争者——还是以极为怀疑和冷酷的眼光看待我们逐渐获得的行业领导地位的。尽管如此，我们还是敢于与众不同，而且收到了良好的效果。

严格地讲，我创建先锋集团时的理念并不能称作是非常开放的理念。但我可以告诉你们下面的故事。早在 1951 年，我曾经写了一篇论文讨论关于一个鲜为人知的行业。我对这个行业的兴趣来自于财富杂志在 1949 年登载的文章。这篇文章把这种行业描述为“弱小而充满争议”。在此之前，我从来没有听说过这个行业。我在这篇论文中阐述了如何建立一个更好的新兴行业。在这篇半个世纪以前的文章中，我就提出对投资者更加公平的建议，要求降低销售佣金和管理收费，并且对共同基金会创造奇迹的观点提出不同的意见。我还警告说，股票指数会击败很多活跃的交易经理人的收益。最终，我还给基金经理人敲响警钟，叫他们不要关注无关紧要的表面现象，而要谨慎地管好手中的资金。我的结论是“投资公司的首要功能是管好手中的投资组合，其他事情都应放在从属地位。”

如果这些听起来很像今天的先锋集团，这或许不是巧合。先锋集团的今天不是一个容易实现的梦想，它也绝不是一连串有相互关联的事件的必然结果。它更像从 1951 年到 1981 年发生的令人欣喜的意外事件的组合。直到 1981 年，先锋集团的基本结构才最终有机地结合到了一起。

我认为那篇普林斯顿的论文中关于单个投资者如何经营的观点，还是非常有意义的，它决定了我们公司的基本策略，当今，单个投资者的数目已达千万之众，我经常强调“策略来源于结构”这一思想。正是这样一种关系导致了我们围绕着我们独一无二的结构来制定经营决策。这就是我们企业的运作方式。不要理会格林利夫所列举的持怀疑眼光的竞争者。让股东领导一切是完全可行的。

举个例子说，众所周知，成本是衡量进行长期投资回报的因素之一。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

果一个公司运行成本低，它的债券和资金就处于低风险位置，同时仍能提供优于同类的回报。如果低成本是成功指数的关键，指数基金可以认为是发展的重点。如果用于市场的资金只是让股东掏钱而无回报，那么在市场上投入过多的钱是愚蠢的。这些都是投资者想知道的。事实上，他们的确知道。在投资界，要建立一个卓越的公司，运用的策略、采取的结构，都是以服务于股东为基点的。

同样有力而相似的成语

现在，我已经在我和罗伯特·格林利夫的思想之间发现三个普通的领域，这三个领域分别是一个有远见而人道的模型协会，一个监督公司和其开放的思想，这些是我在先锋的发展中一直努力去做的。在第四个方面，我想简单描述一些我曾经在他的论述中发现的特别有力的成语，这些成语跟我以前在先锋时用的一样，或者至少看起来是一样的。我这么做是因为他的这些有见地的观点会被成功地融合到一家人道的、共享的、服务性的组织当中去。

“任何事情都开始于个体的主动”。所以在“像仆人一样的领导”中第二层含义是格林利夫说的那样，领导关系中最基本的东西不仅是一种领导公司所具有的广阔的思路，而且也是无限的任务。在这里一个成功的企业并不需要大规模的领导形式，实际上格林利夫所说的领导关系是不断地冲锋在前，这是一种来自于灵感的态度，即使他知道这条路是不可能的，甚至是危险的，一个领导也会说：“我要去，跟我来。”

关于我对领导的重要性的语言中，非常惊奇的是表达了相近的意思。“某个人是非常重要的”已经变成了先锋的一条格言，而且实际上这条格言被雕刻在那些接受了最高水平的服务、创造力、协作之后表现优秀的人员所授予的奖品上。更巧合的是，格林利夫先生把个人创造力描述成为“指出这条路”，先锋的名字十分准确地表达着同一个思想，而刻在先锋战列舰的船弦上的箴言是“领导这条路”。

还有一个关键就是梦想。格林利夫说一个领导需要不断说、说他的目标，用目标这个词表明一个曲折的目的、一个梦想。没有梦想就什么也不会发生。而一些大的事件发生了，就势必会有一个更大的梦想。最重要的是一个梦想家必须回到现实，但是在这一切实现的前提是有一个梦想。

并且，我经常谈到先锋的梦想。尤其是在 1975 年，我在对全体员工的讲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话的题目是"梦想的可能性"。这篇文章中，我提到：

我觉得问题不再是如何使先锋变成一个大公司，而是使先锋变成一个优秀的公司，能够提供更多方便、提高投资业绩，给那些委托我们投资资产的人以优质服务。一个只有做好才能做大的梦想，也许是一个不可能的想法，但却是使人振奋的，我们必须为之奋斗。在那篇不可思议的、流畅的名著《堂吉诃德》中，堂吉诃德先生这样表达了它：

去想象不可实现的梦想
去跟无与伦比的敌人战斗
当我们的双臂已经无力时还去斗争
到连勇士也不敢去的地方。
这就是我们的追求，去追随星星
不管希望多么渺茫，不管星星多么遥远……
世界正因此而变得美丽
而这个人虽然被嘲笑，伤痕累累
但是他还依然战斗到最后一口气
到达那不可能到达的地方

如果我能分享到像罗伯特·格林利夫一样的想法，我就不介意自己成为一个梦想家。

最后，我也被第三个有力的、相似的、来源于海上的成语所打动。格林利夫先生给了这样的建议："不管这个挑战有多困难，不管这项任务看起来多么无望，如果你觉得你的想法是合理的，你就做下去！"远离那些表面相似的"不可能的梦想"（"不管多么没有希望，不论多么遥远"），他的话很接近我曾经经常重复的话，"强调放任不管"，这实际上是我在范德比尔特大学给毕业班学生发表演讲的主题。但是"不断去做"也是先锋所有非常流行以至于有时被滥用的航行主题中最常用到的一个，它就是："呆在过程中"。这对一个事业是个非常好的建议，对一个项目是非常好的想法，对投资来讲或许是最好的一条建议了："要做好你的部长，在债券与股票之间建立一种平衡，然后不管金融市场怎么变，呆在原地。"

在从小变大成长过程中的备忘录

在大约 1972 年的时候，应一家小公司领导的邀请，罗伯特·格林利夫写

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

了这篇备忘录。这家小公司已经在不同寻常的产品质量和服务方面取得了声望，并且快速发展，规模迅速壮大，正在成长为一家引人注目的大公司：

一家大公司与一家小公司重要的区分点在于大公司不再服从于一个个人的领导来运作。如果一家公司的运作服从于一个人的控制、思想、品味和判断，那么这家公司很难想象多长时间能达到这个区分点。这最大的风险是公司不能再成长并保持以往的品质。

我建议你开始转变你的方向。从个人的努力变成建立一个制度，这种制度使你变成一种工作程序中的众多管理者中的一员，而不是天天直接管理的管理者。这可能是迈向最好、最佳的大公司的长期目标的第一步，这种大公司被执行者会议管理着，这个会议扮演成一个托管人，并且由一支众多人构成的团队组成，它的领导者是这个团队里最优秀的人。这种制度的结果是有绝好的机会吸引大量把自己力量、品质贡献出来连贯性好的有才华的人到团队中来，并给他们提供好的服务，这些也可以用在小规模的公司里。

我也建议在你那个年纪时，一个人像你这样能成功地使一家小规模公司变成一家大规模的公司，这是一个令人非常兴奋在把一个公司变成由一种高度自治、有活力的集中了好多有能力的执行者的构成时的挑战，如果一个人有能力去发展而不会丢失什么，或者可能会提高，那么他的要求就已经实现了。

在我两周前准备写这篇论文时，我发现这个相当保守的备忘录是相关的也是令人痛苦的。因为我发现打动我的是，当我在 1996 年想放弃先锋的领导职位时，我还没有严肃地考虑是否放弃传统的只是推荐给董事会一个优秀的接班人的路子时，董事会已经毫不犹豫地同意了。可能是因为我迅速恶化的心脏病和我的年龄（我当时已经 67 岁了），公平地说，其实是因为他们对我的领导风格厌倦了。

这个事件后的一年内，我经历了一次很成功的心脏移植手术，不可思议的是我重新被赋予了力量和信心，当你看到你就会相信这一点。生命中的第二次机会并不能带来轻松的感觉！但是我决心已下，只有时间才能告诉人们我的做法是否正确。但是不管怎样，我并不怀疑先锋公司所遵循的服务一人道一伦理的规则会延续到未来人们能看见的地方。

当然在先锋的结构中，企业家并不是企业的主人。（公司的股票被基金的股民持有。）当一个人离开公司的时候，他的权力自然转交给另一人。正如罗伯特·格林利夫写的：

在一个并不完美的世界里，一些陋习还总是追随着我们。1770 年，威廉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姆·彼得对下议院说："不被限制的权力极易引起当权者的腐败。"一百年后，非常著名的阿克顿（反对教皇绝无谬误主义）说："权力会导致腐败，绝对的权力会导致绝对的腐败。"腐败会导致傲慢自大。举例说明，如果要一家大企业的老总列举什么会使他的工作更具吸引力时，排在第一位的不是资金、威望、创造性成就，而是"建立权力的机会"。

一个得了权力饥渴症的人，他会竞争，并且他擅长于竞争（意思是：他经常赢），并且他会认为一个服务型的领导是软弱的、天真的或者两者都有。但是如果我们看一看过去的一个人领导和由一个他服务的组织来领导的情况，这个组织何以会这样强大？我相信最强大、最有能力的组织是志愿者为了这个组织的目标经过一个长期的大量的努力的结果。在这个组织中的职员会在正确的时间做正确的事情，这是因为目标是清晰的、综合的并且他们知道什么应该去做，并且不受外界的干预。这使得领导者能首先表达他服务的人们的意志，这也是一种确保他们将传达所有人能传达的意思，并且确保了公司在他自己的领域内发展。

我认为先锋已经在一个优秀的由 8 000 人组成的团队上面建立了起来，"他们知道什么是应该做的，并且他们知道在正确的时间做正确的事情。"并且当我的领导才能可以被描述为有力的控制，我的控制（我认为）集中在智力上——设计明智的投资政策，设计有效的组织结构，设计明智的策略传导他们的意志。我的控制还表现在精神上的力量——确保我的组织结构和策略建立在一个听起来很人道的基础上。当一个人离开他的位置时，这些力量不会消失，但是其他力量可能会消失，比如使人钱包鼓起来的力量、控制人的力量、改造价值观的力量，甚至这些力量可以改变曾经很稳定的东西。但是我希望并且相信我们的员工和我们的成功者将继续高举我们所建立的信仰——公司的架构和策略，还有建立这些的伦理基石，这些都是先锋的基础。

历史渊源

已经有大量的机会去测试在真实的世界市场上将服务作为一个理念确实是成功的基础，并且服务者（包括领导和员工）能够成功献身于他们的服务于人类的事业。所有这些听起来有点唯心论，确实如此！但是我们生活在一个用户至上主义的年代（这是最好的表达了），在这里，公司没有任何资源，只有努力在消费者的产品和服务上建立一个新水平上的信任。在金融世界里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

如果我们想把美国建设成一个投资者的资本主义国家，我们最好给我们的公民最大可能比例的投资回报，而不是大比例的回报里夹杂着超额的费用。

事实正如“先锋方法”的工作。并不是因为规则给了我们非凡的正确从而走向成功，而是因为我们为投资者提供的积极的多余的价值。并且，在一开始我就说的数字已经很清楚地说明了先锋所享受的或者与我们的投资者相关人有一定关联。这样投资者就很清楚地认识到我们的价值优势。

但是，在共同基金的竞争世界里有一个奇怪的现象，当我们的投资策略尤其是在指数基金和债券基金领域里被复制时（这些复制经常不带有热情的性质），往往是我们的低成本哲学和我们的注重管理的策略而不是市场的策略。但是当投资公众搞清楚他们的喜好时，这个行业会最终改变。运用计算机模型，所有共同基金组织都拥有非常相似的软件——投资于有价证券的共同方法，但是这个行业必须采用一种新的操作系统，这种系统首先要为基金股东服务。

我不知道罗伯特·格林利夫的哲学和我的哲学的巧合是不是仅仅是一个偶然，就像黑夜里无序的分子撞在了一起，或者是伟大思想的神秘的普遍性的又一个有力的证据，也可能只是这两种可能性其中的一小部分。但是在共同基金行业中服务的中心观念已经被市场上的数以亿计的投资者所证实了。我常想正确处理服务者与领导者之间关系的过程已经融入公司发展的历史中。也正是因为如此，在那个小的但是在不断成长的金融市场里的美国共同基金的行业，先锋在 1/4 世纪以前所采取的政策和规则是顺应了历史的潮流的，并且直到今天还依然是珍贵的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PART FOUR 第四部分 个人观点

在本部分中，我将以 5 篇演讲的形式提出一些个人观点，这些演讲通常是过去我以学术讨论的形式，向普通听众发表的。尽管每一篇演讲的内容很少涉及到我的投资理念和我在先锋公司的职业发展，但作为一个整体来看，5 篇演讲的核心则是理想主义的，均谈及了超越现实金融世界的投资理念问题。

《刺猬与狐狸》（第 21 章）是我因为“在为国家服务的过程中示范了普林斯顿精神”，而于 1999 年 2 月在普林斯顿大学接受伍德罗？威尔逊奖章时发表的演说。在演说中，通过借用古希腊诗人阿基罗库斯的醒世警言“狐狸知道的不少，但刺猬却精通一样最重要的”，我将充斥着美国金融体系的大多数精明的狐狸（这些精明的狐狸对每一件事知道的是如此之多、了解得如此之好，并且疯狂地交易着股票）的苍白的投资战果同产业内的少数刺猬（指数基金战略家作为居于少数地位的刺猬的最好范例，他们仅仅知道持有主要市场股票组合的伟大投资理念）的优异投资成就作了对比。同时，在演讲中，我也讨论了理想主义的力量，并为自由主义及合乎道德的类似教育鼓掌喝彩。在这篇演讲中，我还引用了来自于 1949 年 12 月“财富杂志”、并启发我撰写了毕业论文的另一篇文章《美国商业社会的道德史》，在该文章中，一个早期的美国商人描述道：“企业家作为……不仅仅是一个商人，而且还是一个具有革新（进取）精神、耕耘之心，塑造个性的人”。直到今天，我仍旧为达到这些谦卑的目标而努力奋斗。

接下来的两章均是简短的演说，第一篇演说是我在接受特拉华大学所授予的荣誉法学博士学位时发表的。在该演说中，我的主题是“简单至上”，该主题基于对托尔斯泰一句格言的解释：“没有简单、善良和诚实的地方就不会孕育出伟大”。令人吃惊的是，我的第二篇演说是关于当代美国社会价值观的问题。在费城哈弗福德学校第 115 届毕业典礼上，我的主题——“衡量自己人生的事物”——基于影片《公民行动》结尾处的一个短暂的场景。在该演说中，我表达了自己对于我们社会远离了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PART FOUR

普罗塔哥拉的社会价值观的关注（普罗塔哥拉于2500年前曾明确地表达：在一个“将事物作为衡量人类的标准”的社会中，“人是世界万物的衡量标准”）。当前美国社会中这种远离普罗塔哥拉社会价值观的变化使我感到非常震惊，因此我力劝毕业生们不要去关心那些“琐碎的和昙花一现的事情”……并且永远不要忘记“明白你是谁远比你拥有什么”更重要。

第24章是本部分中涉及私人问题、隐私性最强的一章。“揭示隐情的心脏”是关于两个心脏移植的故事。其中一个讲述的是一名男孩过早夭折的悲剧故事，该故事中男孩过早夭折所带来的悲痛却由于其父母的高尚行为得到了某种补偿，是他们——生活在异国他乡的男孩父母，毫不犹豫地作出决定，捐献出死去孩子的器官以便使其他人有机会能够生存下来。而另外一个讲述的则是我自己作为一名接受心脏移植的病人，成功地获得了生命延续的真实故事。我反复思考这一经历对我来说意味着什么，并推测究竟是何原因，使得人类在直面死亡以后，似乎经常能够驱使自己将自身的职业坚持到底。在这篇演讲中，两个心脏的移植涉及了4个生命。“生命虽然终结，但心却永存”。

本部分的最后一篇演讲《无论如何，坚持到底》，发表于范德堡大学1992年的毕业典礼上，按照校董库里治的看法（他的话启迪我萌生了演讲的题目和主题），这篇演讲同样是坦率的理想主义。对于吉卜林（成功和灾难……我们均应一视同仁地加以对待）；电影《华尔街》中的戈登·盖科（“贪婪是有益的，贪婪在发挥着作用。贪婪是正当的。”我不同意他的说法!）；约翰·加德纳（从你自己的失败和成功经历中学习……通过以自尊之心来欣赏、热爱、承受生活的屈辱……通过体验生活来掌握真理）；以及圣保罗（我始终向着标杆前进）来说，通过实践上述所有这些充满着理想主义色彩的箴言，我努力地完善着自己的人生。今天，近10年后的今天，我仍旧在奋力前行着，坚持履行着自己的使命：帮助美国家庭正确地投资以确保他们未来财富的安全。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 21 章
改变共同基金业：《刺猬与狐狸》

费城周日早餐俱乐部

——由于“在为国家服务的过程中示范了普林斯顿精神”，

而在接受伍德罗·威尔逊奖章时发表的演讲

普林斯顿，新泽西州

1999 年 2 月 20 日

对我来说，这是一个非比寻常的早晨。因为对于一个纯粹的商人（显然是第一个）来说，能够被列入这个包含公职人员、艺术家、科学家和作家的 42 位杰出人员的名单中是一种极高的荣誉。在此之前，上述 42 位杰出人员被评定为代表了“普林斯顿人服务国家精神的最高水准”。

颁奖引文认为：作为共同基金业中的一个交易经纪人，我一直在为国内 5 000万基金份额持有人服务。无论如何，我已尽了最大努力来达到上述标准，不仅为 1 000 万拥有先锋共同基金份额的持有人服务，而且还为其他基金份额的持有人服务。在过去的 25 年里，从某种意义上来说应该是过去的 50 年里，我一直以改变基金业，使投资共同基金的国民同胞们获得一个公正的收益为使命。但是如同荣誉本身一样令人敬畏的是，我绝不打算躺在今天所接受的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荣誉上停滞不前。我仍旧希望能够服务于基金投资者。前路漫漫兮，我将鞠躬尽瘁，死而后已。

基于大约公元前 670 年古希腊哲学家阿基罗库斯著作中的一句片语："狐狸知道的不少，但刺猬却精通一样最重要的"，我将我的演说命名为"刺猬和狐狸"。这句古代俗语一直被人们用来解释与描述一对哲学悖论：即人类对没有核心理念关联的许多不同、甚至是相互矛盾的目标的追求与对影响人类存在的惟一的一般条件的探寻之间的哲学悖论①。然而，我今天演讲所涉及的核心将更为朴素：即两种不同类型金融机构的投资与商务行为的对比。其中一个是狐狸——原野和森林中一种极为机灵、狡猾、精明的动物。在金融领域中，我们可以发现与狐狸禀性较为相近的金融机构，即那些由于谙熟错综复杂的市场以及成熟完善的营销方式而得以生存的机构。另外一个是刺猬，一种通过卷成球形得以生存的、在夜间活动的有耐久性的动物，它的尖刺给予了它几乎无法攻破的铠甲。刺猬代表那些谙熟一件最重要事情的金融机构，即：从长远来看，投资的成功基于简单。在刺猬与狐狸之间的对比中，我们发现了投资方面一些极为深刻的道理，我将通过这些道理展开我的演讲主题。

普林斯顿的重要作用

现在，我应该告诉大家：我并非有意把自己的命运同金融世界中以诚信理财和坦诚服务为核心的"刺猬"连在一起。但是，在将话题转向我所持有的投资和经商哲学之前，我认为有必要讲述一下很久以前普林斯顿大学这个大家庭在我的哲学观发展过程中所扮演的重要角色。

从 1947 年上大学开始（一个羞怯的小伙在布莱尔学院开始了他一生中极为重要的高等教育）一直到今天，许多普林斯顿人为我的职业生涯铺平了道路。第一个人是查尔斯 C. 尼克斯，1906 届的普林斯顿校友，他借给我 60 美元支付我入学之前所必须缴纳的基本费用（在我毕业参加工作后不久，我偿还了尼克斯先生）。另外两位奖学金的资助者支付了我的学费——一位是 1918 届的校友，为了纪念在离第一次世界大战结束还剩不到一个月的时间里惨死在阿岗的拿骚人民的儿子——罗伊·莱迪而提供的奖学金；另一位是詹姆斯·麦克考什校长的女儿亚历山大·麦特兰，为了纪念她的丈夫同样也资助

① 这里我要特别提到伟大的英国哲学家以赛亚书·柏林爵士，他 1953 年发表的论文"狐狸与刺猬"激发了我使用该主题的灵感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载[redacted]

了奖学金。学校里的教授们尽了他们最大的努力教育我成才。在紧张而且极为令人讨厌的大学生活中，1951 届那些非常奇怪的同学成为了我的挚友，其中，和许多人的友谊在过去的 50 年里一直延续着。（尽管那时我并非足够聪明，可以避免长时间的学习，因此很少有时间与同学交流。）还有 1964 届入学的、与我持有许多相同投资理念的研究生院的伯顿・马吉尔教授，他不仅在专业领域里支持我并提高我的思想，而且他还在先锋基金的董事会服务了 20 年。

我特别感激 1952 届的一位校友，一位不可思议的老朋友，他现在碰巧被列为普林斯顿大学最为专注和得力的理事。在我大学二年级期间，当我们都住在租用的学生公寓时，杰伊帮助我，并邀请我这个没有把握获得奖学金的学生到他费城附近的家里。将我介绍给那时他刚刚 14 岁的小妹妹。说来也奇怪！8 年之后，伊夫和我结了婚，并成为拥有 6 个孩子的值得自豪的父母（包括 1990 届的桑德拉），而且迄今为止，我们已经成为 12 个孩子的祖父母。如果当时我们没有在普林斯顿共同学习，我可能永远无法遇到 1952 届的约翰 JF. 塞里德，谢谢你，杰伊，谢谢你曾为我所做的、使我的生活得以丰富多彩的一切。

一个值得注意的意外事件

无论如何，我均认为是半个世纪之前发生在普林斯顿大学新开放的燧石图书馆阅览室的那件值得注意的意外事件开始了我的职业生涯。当时我一直在冥思苦想经济系毕业论文的题目，并已决定最好不予考虑任何在普林斯顿大学论文中已经涉及过的题目。当时，与亚当・史密斯、卡尔・马克思、约翰・梅纳德．凯恩斯等人相关的论文均已被写过。我当然不知道应从何处寻找下一个可能的命题。但是在 1949 年 12 月的一天，我偶然翻开《财富》杂志，在第 116 页发现一篇命名为“波士顿的巨额资金”的文章。当然，这篇文章的内容是关于弱小的、但是却正在“迅速扩大的并在某种程度上存在一定争议的”共同基金产业，作者认为其可能对美国商业社会具有潜在的重大意义。而我的幸运发现则是，至少从比较狭隘的角度来看，通过这篇文章我自己奇迹般地找到了以后终生从事的职业，因为我知道，我已经找到了自己的论文题目。

如果不是年轻人的话，今天再读我的论文，会觉得理想主义色彩极浓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在论文的最后一章，我给出了结论，即对于弱小的共同基金产业来说，获得成功的最大可能就在于给予基金持有人一个公平的待遇："通过降低申购佣金和管理费用，共同基金的未来发展能够实现最大化"；"共同基金的主要功能是管理他们的投资组合，其他的任何事情都是次要的"；为基金持有人的利益服务应该是共同基金的核心功能，其他功能都是其附属功能。无论这些简单的思想是天真的理想主义、没有价值的空谈抑或是先锋基金公司所主张的一种设计模式，我都希望将其留给未来的智者去思考、评定。尽管度过了一个不太安稳的二年级（我差一点丢掉了自己的奖学金，如果是那样，也就葬送了我在普林斯顿大学的学习生活），但这篇论文的成绩确实极大地提升了我在班级中的地位，最终，我以特级优等生的名誉从普林斯顿大学毕业。

沃尔特 L. 摩根，一位普林斯顿校友

我无从考证沃尔特 L. 摩根（1920 届的校友）先生何以会读到我的论文。（当我做自己的论文研究时，曾将这篇论文送给惠灵顿基金管理公司的一位高级主管，他曾和我一起讨论过共同基金业的有关问题。）摩根先生被我的论文所打动，在我毕业的时候，他给予我一份工作。在经过了一段后来被证明是毫无必要的深思熟虑之后，我接受了摩根先生提供的工作，正如他们所说的，其余的都已成为历史。沃尔特 L. 摩根先生确实改变了我的人生。他给予了我人生中的第一次突破，并且成为了我的良师益友。后来，在我 36 岁那年，摩根先生将其创建于 1928 的惠灵顿基金管理公司托付给了我，使我走上公司总裁的领导地位。但更为可贵的是，我们成为亲密的知己，建立了一种彼此之间相互钦佩、并持续了近半个世纪的友谊，直到去年夏天摩根先生去世。那时，他刚满 100 岁生日，仍旧是一位非常乐观、机敏，对事物充满兴趣、并使人充满好奇的老人，也是当时 1920 届校友中仍然健在的最老的男校友。当我决定将我不久即将出版的《共同基金常识》献给他时，我已经拿到了印刷和设计好封面和题词的样书，并在他的最后一个生日之前送到了他的手里。样书中有一句"普林斯顿校友"的措辞，我们共同分享着这一称呼带给我们的强烈的自豪感。今天上午，冥冥之中，我感觉到摩根先生也在这里，同我一起分享着这一崇高的荣誉。

在执掌惠灵顿基金管理公司总裁这一令人敬畏、并承担着新的职责的位置之后不久，我冲动地犯下了一个足以葬送我今后职业生涯的重大错误。为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了寻找更多的投资组合管理人才，在 1966 年，我将惠灵顿基金管理公司同一家以波士顿为基地的投资顾问公司合并。1974 年 1 月，证券市场进入了自从 1929—1933 年以来最为残酷的熊市期间，我的新合作伙伴成功地击败并解雇了我。但是，在这场斗争失败后不久，我冒着极大的风险组建了一个新的公司，并将其命名为先锋公司，用来暗示其独创的结构（后面将会更详细地谈及其独创的结构）有一天将会引领共同基金业的未来走向。刚开始，作为一个弱小的基金管理公司，先锋公司只有 27 名年轻的雇员（工作队员，正如从那时起我们称呼他们的那样）和我。只有在经历过一段痛苦的、充斥着各种障碍、并且长达 7 年之久的努力奋斗（最初是受到联邦证券交易委员会的反对）之后，先锋公司才最终建立起今天它所满意的制度和结构。但是，正如我的论文所建议的那样，通过以稳健管理而非以扩张性的营销为核心，以及通过捍卫基金持有人至高无上的利益，先锋公司才建立在了极大地降低管理费用的基础上；不仅仅是降低了申购佣金，而是彻底地取消了申购佣金。正如一些报道所持的观点一样，如果我们先锋公司确实引领了基金业的未来发展方向，那么其路径或许已经隐含在撰写于 50 年前的这篇普林斯顿的毕业论文中了。

基金“狐狸”——的确是一群狐狸

现在，我们进入对狐狸和刺猬的讨论。在今日的共同基金业，甚至是我们的全球金融体系中，无论是投资哲学还是商业哲学，狐狸们都占据着主导地位，就投资哲学而言，狐狸——大量的基金狐狸——认为投资是如此错综复杂，以至于为了获得投资的成功，个体投资人除了雇用职业的投资组合经理之外别无选择。或许也可以这样说，只有这些投资组合专家才可能会驾驭个体投资者通过构成全球金融市场复杂迷宫般的极度活跃的市场体系。为了成功地募得个体投资者的资金，共同基金业的投资组合经理们极力展现其具有极强吸引力的背景，包括优秀的教育背景、多年的从业经历，娴熟的操作技巧、甚至是一些投资花招。他们以小时为限，调整其投资组合，持续不断地监控其所持有的投资组合，并常以令人吃惊的频率改变手中持有的股票，不仅由于该公司的产品和前景的变化，而且还因为其市场价格的上升与下降。此外，其中一些基金狐狸希望能够在市场价格上升时偷偷地卖掉股票，在市场价格下降时将其买回。总的说来，在追求卓越的投资回报过程中，基金经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理们得到了额外的获利机会，同时也承受了必须承受的额外的投资风险。唉，然而，这些低买高卖的策略只在有限的程度上证明是起作用的——而且还是只对相对少数的基金有效（当然，幻想低买高卖的投资策略能够对全部基金公司发挥作用无疑是非常荒唐可笑的）——基金经理们耗费的成本差不多总是如此之高，以致消耗掉了任何增加的收益，即使是最狡猾的投资组合管理狐狸们所引致的成本也是亦然。最终给基金份额持有人留下的年回报通常少于股票市场上所实现的收益的85%。

出现如此重大差异的原因很大程度上是由高昂的基金成本造成的。基金狐狸们现在全部的成本平均每年接近3%：其中1.5%来自于基金管理费用，经常是1%或更多来自于变换投资组合的成本，再加上投资者每年支付的另外0.5%强的销售佣金。现在，让我们从长远的角度而非短期的角度来思考一下。保守一些，我们将全部费用（由基金经理、承销商、经纪人收取的费用总数）设定为每年25%。复利具有放大长期回报的正面效果，不幸的是，复利同样也具有放大成本的负面效果，所以，假设25%的年成本费用率会在10年内消耗掉投资者资本的20%。随着时间的继续，在25年内，成本会消耗掉投资者45%的资本，而且，信不信由你，在50年内，成本最终差不多会消耗掉投资者70%的初始资本。投资者提供了100%的初始资本，最终却仅收到30%的长期税前收益。剩下的70%则已经被金融狐狸们所消耗殆尽。

上述数字绝不仅仅只是抽象的数字。商业周刊最近的一张图表显示，自从1982年历史上最大的牛市开始以来，在普通权益性共同基金中投入的10 000美元应该已经增长到114 000美元；在股票市场（以标准普尔500指数计算）上的相同投资则应该已经增长到194 000美元——只因为没有基金狐狸的参与，使得股票市场的投资收益令人难以置信地增加了80 000美元。这就是今天美国的金融体系，同样这也就是共同基金业中资本形成的运作方式。就另外一种投资方式能够避免，或至少能将成本降至最小的程度来说，基金业资本形成的运作方式已成为传统共同基金体系内在的缺陷，而另外这种投资方式终将握住胜利之手。

当市场先生发言时，基金聆听

另外一种投资方式可能会始于何处呢？答案是从长期投资开始。长期投资的极端例子是简单的买入并持有美国公司的股票。与其恰好相反的短期投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

机则是购买许多在国家证券交易所上市的公司的股份（如果你愿意，可以有纸质的股份证明），然后在证券市场这个大赌场中迅速地交易买入的股票。美国大多数成功投资者的战略则是长期投资的范例。沃伦·巴菲特先生购买少数公司的股份并长期持有，却从不去理睬他称其为“市场先生”所制造的噪音，这位市场先生每天从其身旁走过并为其投资组合中的公司股票提供不同的价格。然而，基金业中狡猾的基金经理们则恰好相反，他们以每年 50%～200%的周转率快速地交易其投资组合中不同公司的股票。他们很少关注一个公司的内在价值，却对市场先生每一瞬间设定的价格作出快速的回应。正如哥伦比亚大学法学院教授路易斯·洛温斯坦所观察的那样：基金经理们“表现出对瞬间股价的持续关注。却使值得关注的商业的细微精妙之处逃离了他们的视线。”

更为糟糕的是，基金经理们为其基金份额持有人疯狂交易股票的行为（这是一种短期的投机行为）现在已经蔓延到基金份额持有人自身了。或许是仿效他们的基金经理们为其树立的榜样，基金投资者们现在以发疯般的速度周转变换着自己的基金份额，转换其持有的基金以便抓住下一个将会获利的基金，或者以便每 3 年的时间选择一下市场（两者都是毫无结果的追求）。（在 20 世纪 50 年代和 60 年代，基金投资人的平均持有期间是 12 年。）持有期间惊人的短暂揭穿了基金业的华丽标语：“为长期投资者服务。”在一个用广告来协助拓展份额的市场上，基金投资人——基金客户现在像狐狸一样行动——更为疯狂地交易所持有的基金，就如同基金是股票一样。基金超市组成了另外一系列的赌场，由另外一批赌场管家去侵蚀赌徒们的回报。凯恩斯勋爵说得对：“当一个国家的资本发展变成赌场的副产品时，工作很可能会病态地进行。”

刺猬又是如何

由于我们几乎不可能事先发现像沃伦·巴菲特这样成功的长期投资者，因此我们将不得不指望一个不寻常的对手来接替狐狸的工作，以更好地为基金投资者的利益服务。正如你可能猜想的那样，我心目中的刺猬，就是先锋公司，一个自从 1974 年成立以来就试图努力去填补这个近于真空的服务领域的刺猬。刺猬知道的最重要的一件事是绝对简单的，不言自明的数学真理：作为一个整体来看，全体投资者的投资回报一定等于股票市场的整体收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场上每年10%的收益率显然不可能为普通投资者带来11%的增值回报。同样明显的结论是：投资者的投资收益，减去其投资成本，再减去其投资费用，一定不是以获得市场回报。

信不信由你，早期的这种认识（或许可以将其称为认识吧）使我想起同样出现在25年前普林斯顿大学论文中的一种见解。在对交易记录进行研究之后，我得出结论："共同基金并不能断言自己的投资收益高于市场平均水平。"在先锋基金成立前后，我在学术期刊上读到的一篇文章对于我的上述结论给予了强有力的理论证明，而且我对1945～1975年期间共同基金收益的详细研究同样也为上述结论补充了强有力的实际证据，证实了基金经理不能为其基金投资人的资产增加价值。1975年，在先锋基金刚刚成立后的几个月左右，我们为先锋基金制定了第一个明确的战略决策：设立历史上的第一个市场指数共同基金——一个由标准普尔500指数中的500支股票组成的自由组合。在被人称作"伯格的愚蠢"并嘲笑了多年之后，难以想象的是，市场花了整整10年的时间，才出现了惟一一个有此想法（或者说是智慧）的竞争追随者。按照《华尔街日报》的说法，先锋500指数基金已经成为"基金产业的幸运儿"，这真是不可理解。

管理着800亿美元的资产，我们的先锋指数基金现在已成为世界上第二大共同基金，并在新世纪到来之前，朝着第一大共同基金的地位阔步前进。多年来所遵循的决策使我们延续了相同的方向。遵循第一个500指数基金，我们建立了覆盖我们整个证券市场（美国股票市场的各个组成部分，国际权益市场以及债券市场）的指数基金。我们也建立了严格管理的债券基金，为投资者提供具有清晰的品质界定和期限标准的类似市场的组合，使小额交易和操作承担最小的费用支出。而且，我们将我们所管理的大多数权益基金设计或与特殊的投资风格相匹配，关注长期的前景，相对较低的投资组合周转率，并同时通过与外部顾问公司谈判以将费用压低到较低的水平来实现成本的最小化。上述刺猬策略为我们的投资哲学保留了赖以栖息的基石。

现状与现实

正如今天我们所了解到的一样，基金业的存在依赖于狐狸对现状的维持。对于共同基金经理来说，赚得巨额的基金经理投资回报远比为投资者赚得一个平均的市场投资回报更能代表金融上的成功。（如果你不相信，只需比较一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下基金经理为其自身的资本所赚得的投资回报与其为所管理的基金赚得的投资回报即可明白。）如果不是这样，基金经理们就既不会为他们所积极管理的基金追求巨大的资产规模（因为过大的资产规模显然会阻碍其获得出色的回报率），也不会耗费数10亿美元去开发新的投资者以增加市场份额（营销成本却由现有的基金份额持有人负担，但作为回报他们却没有获得任何利益——除了可能高兴地看到他们从前的投资组合经理和唐·里克莱斯、莉莉·汤姆林两人一起在电视中表演）。不用说（尽管在我的论文中对此明确主张）非管理（主要是营销职能）功能已经取代了基金经理的管理功能，并且基金经理的利益也已经取代了基金份额持有人的利益。

尽管如此，狐狸却对刺猬进行抨击（其中一些或许站得住脚）以贬低刺猬直到狐狸得逞。但他们无疑走向了极端。的确，不可避免地，一些基金狐狸通过殷实的利润而赢得了市场……但他们却不可能提前识别市场走势，而且，一旦他们到达价格顶部，几乎在顶部的水平上从未保持过。（回归均值是颠扑不破的、活生生的真理，在共同基金业尤其如此。）是的，大盘标准普尔500股票指数不仅看似较高（收益高达令人难以置信的29倍），而且相对于代表了剩下25%，市值135亿美元的小盘与中盘股票而言，其价值似乎是被严重地高估了……但是指数化的基本理论是以拥有整个股票市场为基础的，而且上述选择至少在少数几支指数基金中可以实现。加之，在2.8万亿权益性共同基金资产中，其中的75%投资在了那些与标准普尔500股票指数相同的股票上。因此，对于“500”指数基金和整个基金业来说，其所面临的市场风险并没有重大的区别。是的，基金业与指数基金收益差额的中期变异无疑会扩大，但未来会缩小……但是从长远来看，共同基金业将肯定会认识到其现行的投资手法（即通过赚得足够的收益去抵消成本并为基金份额持有人增加经济价值）失败的必然性。

投资与投机

经过对基金业近半个世纪左右的观察，现在，我可能已经变得更像是一个思想家，甚或是一个过于愤世嫉俗的人。但我的确认为大多数共同基金经理选错了目标，精力花在了不该花的地方上。我只是无法想象在共同基金业中，这些精明的基金狐狸里居然没有任何一个能理解简单的算术：即已给定主要市场指数基金的极大优势，更不用说由其特殊的税收优势所增加的额外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方要是比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益。事实上，由于我是基金业中指数化的惟一倡导者，从而使得我的论文容易被人们忽视。但是即使当巴菲特先生以其无以争论的资历说出——“大多数投资者将会发现拥有普通股票的最好方式是通过收取最小费用的指数基金……这肯定会胜过由大多数专业人士所提供的净收益”——但基金业中的专业人士们却无视巴菲特先生的话。更确切地说，只有一家巨型基金联合体的前任主席用下面这句话“投资者应该认识到共同基金永远无法（他的话）击败指数”，来捍卫指数的优越性这一明显的真理。指数基金不仅仅是另外一种共同基金。它近似于投资，不是为追求某种短期利益而去交易某种纸质凭证，而是拥有某些商业企业并耐心地关注其成长。在美国，通过综合市场指数基金，投资者们事实上拥有了美国每一家公众公司……并长期持有这些公众公司。这个颠扑不破的真理（基金刺猬所知道的一件最为伟大的事情）不仅仅是长期投资者的一个好的战略。它还是一个制胜战略。

此刻，我想起奥卡姆剃刀的原理，该原理认为：当面临一个具有多种解决方案的问题时，应该选择最简单的那一个。（该“俭省原则”——抛开所有复杂的解决方案——最近刊登在《纽约时报杂志》威廉·萨菲尔的周末专栏上被其给予了应有的关注。）“奥卡姆剃刀”在揭开投资成功之谜时恰恰说到了点子上，因为指数基金的本质就是简单。这里我应该补充说一点，即与我们今天所读的大多数金融评论相比，威廉·奥卡姆在 14 世纪宣布的剃刀原理在任何金融市场上仍然发挥着作用（正如它一定会起作用一样）。无论在基金收益水平相差极大的市场上（例如小盘股票或国际股票市场）还是在基金收益空间较为狭窄的市场上（例如债券市场），人们都已不再对低成本指数化这一通用原理的威力抱有任何怀疑。或许，这会威胁到基金业的金融利益，但它却会促进基金份额持有人的金融利益。

作为商人的刺猬

现在，我要进行狐狸与刺猬之间的第二个对比：从基金业的投资行为到其商业行为。这里，狐狸作为中间商和发起人的狡猾的策略依赖于其多样化的营销手法、热销的产品以及对过去成功投资业绩的夸张宣传，而与之相对应的刺猬的战略却强调稳健、财务管理职责和服务。该战略伴生了一种“如果你打造了良好的基础，投资者将会慕名而来”的方法，只有在确保加入基金的投资者能得到一流服务水平的标准建立之后，该战略才会奏效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

数据是十分清楚的，既然作为一个群体而言，基金经理的业绩与市场回报率之间的差距恰好与其成本相等，那么刺猬战略的关键之处就在于维持最小的成本。从长期来看，投资回报取决于市场回报在基金份额持有人与基金经理之间的分配关系。为了有助于实现这一核心目标，先锋基金公司选择了一种公司结构，一种在共同基金业中独一无二的公司结构。它的确是共同的：基金份额持有人拥有管理基金的基金管理公司。不像产业内的任何其他基金公司，我们先锋基金按照一种基于“成本”价的方式运营我们的基金管理公司，每一基金份额支付其份额的公司运营费用。反过来，我们会将这些运营费用控制在最低水平。采用一个适度的营销预算并要求在我们所从事的每一项行动中执行严格的成本控制。用一个非常难听但却十分准确的词来概括，就是我们很“廉价”。(毕竟，我们花的是我们客户的钱。)

最终结果是：每年总共为我们的投资者节省大约 30～40 亿美元的支出，而这会极大地提高基金份额持有人的收益，经常使得同类基金之间产生普通与优秀的区别。

与此同时，我们还必须为我们的客户提供卓越的服务，卓越之处更多的在于我们如何对待客户，而不仅仅在于效率和自动化水平如何。正如我已经对我们先锋基金的全体员工说过 1 000 遍的那样：“让我们将客户作为人类对待——具有他们自己的希望、恐惧和金融目标的拥有虔诚的信仰、脚踏实地的人类”。众望所归，在哈佛商学院，我们先锋基金公司已经成为美国商业社会中众所周知的两个“服务突破公司”中的一个。一年之前，我受到邀请，为 4 个哈佛班级揭示我们先锋基金公司成功的秘密（或许我们可能算是成功者)。我告诉他们我们成功的秘密就是像刺猬一样，基于一个简单的、一元的概念：将客户作为人来对待——就如我们需要诚实的财产管家服务我们一样，我们以同样的方式服务我们的客户。

然后，我询问正在听我讲演的这 300 个学生，是否他们中的任何人曾在商业管理或企业战略之类的教科书中看到过“人类”这个词语。没有学生点头，也没有学生举手。但我希望这些未来的美国商业领袖们能够学到某些有用（如果不是无价值的话）的知识。因为对于刺猬类的公司来说，奥卡姆剃刀刮去了所有复杂以及并非完全直接的神话，进入了一个被称之为仁爱、厚道的“现代营销”时代，并一言不发地抹去了所有不必要的成本。使人类（译者注：基金投资者）保留了应有的收益（不多不少）。当然，我们服务投资者的使命需要良好的沟通、先进的技术以及财务控制。这些是必要的条件，但并非是达到我们目标的充分条件。最后，我们所认识到的一个最为伟大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道理就是“投资者优先”。

证明……出自于一位令人吃惊的领袖

当知道并非别人，而是伍德罗·威尔逊以同样的关注赢得了其总统职位，或许你会感到非常吃惊。因为，伍德罗·威尔逊坚信为了服务国民，人们之间需要建立建设性的合作关系。1913 年，他亲自提交了他的第一份国情咨文，恢复了一个多世纪之前由约翰·亚当斯废除的一项习俗。威尔逊并非无意地决定恢复那项习俗——一项现在人们全都认为是理所当然的习俗。在咨文开头，他指出一个总统必须向国民展示其是“一个以自己的声音自然地发表言论的人，而非只为了一个纯粹的政府部门；是在为公民服务的过程中，一个愿意同其他人合作的人。”我简直无法找到比这更贴切的话来阐明我的观点了。

一旦领袖决定将他所服务的人作为人来对待，那么随后，他很快就会将那些同他一道服务的人也作为人来对待。在理想状态下，领导者作为公仆和公仆作为领导者的这种思想能够改变一个企业的本质（因为，彼此之间能将对方提升到一个更高的道德和伦理服务标准之上）。正如公仆领导运动的创始人——已故的罗伯特·格林利夫所说的，“它并非先进的技术，既没有更多精确的市场分析，也没有区分一个优秀公司的更好的金融根据，而只有一个与其梦想相关的、非传统的思想，以及如何组织以服务……一个必定会非常难于实现的、强有力的自由愿景。”

我强烈的意识到：不论是按照“简单”来执行我们的投资策略（以指数基金为例），还是按照简单的黄金法则执行我们的商业战略，两者都犯了理想主义的毛病，或许甚至是愚蠢的、不成熟的理想主义。随他们怎么看吧。作为个人，我准备同这些类似刺猬的战略兴衰与共，正如我充分意识到它们构成了一套相互提升的价值观一样，“简单”是任何公司取得成功的关键所在。如果运用稳健投资政策所带来的低成本是投资成功的关键所在，那么一个公司需要在组织结构和服务态度两个方面作出努力以获得低成本的效果。如此定位之后，刺猬的刺将会更加锋利，其自我防卫系统已做好与投资领域中精明的狐狸及商业世界里狡猾的狐狸进行毕生竞争的准备，竞争方式将比我能够想象的更加复杂、精明老练，并且肯定更为英明。在理想主义的激励下，我妄自尊大再一次将自己同伍德罗·威尔逊联系在一起，他曾在 1919 年 9 月、在遭受了中风的折磨，并导致其政治生涯结束的几天前说过，“有时人们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称我为理想主义者，很好，这就是我认识到自己是美国人的方式，美国是世界上惟一的理想主义的国度”。

自由教育，道德教育

当想到今天普林斯顿大学授予我这一特别奖项所带给我的好运时，我认为，应将最大的功劳归功于一种强烈的家庭价值观和虔成的信仰以及在布莱尔学院中对学业的认真准备，和在这个卓越的地方通过自由教育使我获得的较大提升和新的体悟。在普林斯顿校友周刊最近的一篇论文中，夏皮罗校长界定了自由教育的下述两个目的：“其中一个重要的目的是实现教育的基本目标，使人们能够更好地理解我们的文化遗产和我们自身，精通数学和科学的基础，并阐释我们所谓的美德……另一个重要的目的则是塑造某种类型的国民。”他继续强调，“探求真理和对事物的新的认识与理解……使个人从以前的思维中解放出来，追求可供选择的思想，发展诚实的品德并使个人目标的理由更理直气壮……以及准备选择一个独立、负责的一生。”在我就读于普林斯顿的 4 年大学生活中，我尽了自己最大的努力去获得这些品质。

夏皮罗校长同样还指出：“提供自由教育的大学负有向其学生提供道德教育的责任……以帮助他们建立将使其（作为个人和社会成员）受益一生的价值观。”事后回忆，不可避免地会有某种玫瑰色彩。这只成熟的“刺猬”只能说在普林斯顿大学所接受的自由和道德教育或许彻底地点燃了某种我内心深处从未想到过的思想火花，开始影响我的生活和我在共同基金领域的职业生涯。点燃了的思想火花，经过时间和阅历的滋养，已经迸发出某些思想光芒，并且渗透到我对于共同基金固有本质观点的思想中。这种思想光芒有一天将会传遍整个基金业，变成一束火焰，一束无法轻易熄灭的火焰。我祈祷自己的使命（我的改革运动，如果并非是我太过崇高地刻画职业生涯）将有助于一个产业重新思考自身的价值观，并相应地为日益壮大的数百万的美国投资者提供更好的服务。为这些美国商业新的所有者（当他们努力为自己未来的财务安全承担个人的责任时，他们同样也在为我们的金融体系的资本形成贡献最高的价值）提供服务已经不可思议地成为值得我一生去做的事业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回归起点，结束演讲

大家可能感到十分意外，现在，我要回到开始评论的话题，结束整个讲演：正如事实一样，在半个世纪前我发现《财富》杂志。当然，我自己保留了一份论文的副本，并且在数年前，我得到了当初那份包含如此多创新见解的共同基金文章的副本。而且，我要感谢先锋基金公司全体充满事业心和进取心的员工们，就是在过去的几个星期之前，我收到了 1949 年 12 月《财富》原版杂志的完整复印件。一个更为偶然的神秘事件发生了，这篇特殊的论文被命名为“美国商业的道德史”。在我的记忆当中，1949 年我并没有见过这个标题。但在近 50 年后的几个星期之前，我见到了它。

正如我所倡导的先锋基金的两条指导原则——稳健投资和个性化服务一样，两者似乎都同《财富》杂志里那篇论文所表达的商业的道德责任相关。论文通过从对美国商人行为背后的非利润动机的关注开始：“对权力或声望、利他主义、好斗、爱国主义的热衷，希望通过一项产品或一个机构被人们所记住。”正如我直率地坦白所有的动机一样（生命太过短暂而没有机会成为一个伪君子），我也同意《财富》杂志对美国社会的传统倾向是否正确提出的质询：“什么是社会权利（商人）支配者们的道德准绳？”论文开始以新泽西州的教友派商人约翰·乌门为例，他在 1770 年曾写下“建议人们去获取一些更为有用，并且不贵的东西是好的行为”。论文然后引用本杰明·富兰克林的名言——“勤奋与节俭”——作为“创造财富与接受美德的最好方式”。往下追溯到 1844 年，论文引用了威廉·帕森的话，“笃实的商人”，他将好的商人描述为“一个愿意冒一定风险，但却不愿意以其他人托付给他保管的财产为代价去做撞大运式的冒险的人，一个绝不纵容任何铺张浪费，并且生活方式简单、生活习惯极为简朴的人，他不仅仅是一个商人，而是一个人，一个具有进取精神、耕耘之心，塑造个性的人”。

伍德罗·威尔逊的道德鼓舞

至于头脑，我每天仍旧努力提高我自己——我的确是这么做的！至于心脏，没有任何一个人能比我更沉湎于磨炼它的机会里——没有任何人！毕竟，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载[redacted]

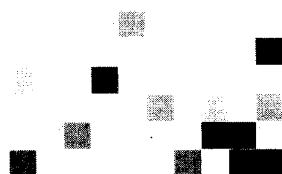
明天恰巧是上帝给予我令人惊异的恩赐的周年纪念日，恰好是 3 年前，令人难以置信，我成功地完成了心脏移植手术。至于性格，无论我可能建立了何种道德标准，我都努力尝试着在 25 年前我所建立的公司的个性中注入我自己的灵魂与精神。从超越人一生的更大范畴来讲，在我们探索如何管理托付给我们这些财产管理人的数十亿美元的资产时，在我要求我的公司要如何永远自省，下定决心并引领企业界的人士投入到服务他人的行动当中去（投入到为民族、国家服务的行动当中去）时，这些标准依旧会产生理想主义的共鸣。

伍德罗·威尔逊先生具有强烈的道德远见。1902 年，当他作为普林斯顿大学校长发表就职演说时，伍德罗·威尔逊先生要求普林斯顿大学的毕业生“从他们的前辈的思想中汲取知识”，要求他们牢记“具有强烈的和明确的道德鼓舞的年代一定是具有辉煌成就的年代”。然后他补充道：“大学生应该把握自己，踏上前往山脊的有益的攀登之旅，掌握普通生活领域中的景色。”他所选择的这些词，“生活中的普通领域”，的确值得一读，并能应用到商务（商业和金融，贸易和服务）中的平凡工作中去，应用到将会耗其一生追求道德的那些令人尊敬的普林斯顿人身上。

从上述意义上来说，或许伍德罗·威尔逊先生正在俯视着今天早上这次经过批准的仪式，愉快地接受 1999 年以他的名字命名的奖项今天授予另一个普林斯顿人的事实，作为一名商人，这位普林斯顿人将自己毕生的职业生涯耗费在金融领域里。很大程度上，我恰好在这个庄严和传统的校园里开始了我充满机会的职业生涯，享受到了精彩的生活和一定的成功。当我作为 1951 年那个伟大班级的新成员刚刚到达校园时，我就爱上了这个地方。现在，在从 1947 年第一次到这 50 年后的今天，接受第 43 届伍德罗·威尔逊奖章的荣誉是对我最大的奖励，因为该奖项是授予“以自身成就示范了普林斯顿大学服务国家精神的那些校友”的。这项荣誉将作为一项挑战，使我继续从事我已开始的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 22 章
简单至上



接受特拉华大学所授予的荣誉法学博士学位时的演讲
纽华克市，特拉华州
1999 年 10 月 22 日

首先，请允许我表达我诚挚的谢意，感谢贵校授予我的荣誉学位。我怀着极大的自豪和满心的欢喜，十分谦恭地接受这一学位称号。在我生命的早些时候，我确实有段时间曾考虑过要成为一名律师，说不定再幸运一些，可能最终会成为一位受人尊敬的法官。当我这个很久以前的梦想基本消失的时候，贵校的法学博士理事授予我荣誉法学博士学位，这一称号将是我那曾经要实现的法律生涯的最好的纪念。

十分有趣的是，贵校授予学位的这个时机正好和先锋公司历史上一件重要的里程碑事件的发生日期相接近。就在几个星期前，我们低调庆祝了成立 25 周年的纪念：1974 年 9 月 24 日。从我们成立开始，这一行业在股市的强劲牛市和大家对共同基金概念接受程度不断加深的驱动下，行业资产迅速增长了 150 倍，从 400 亿美元增加到 60 000 亿美元。而先锋公司在这一时期的资产增长了 500 倍，从 10 亿美元增加到 5 000 亿美元，这使我们成为该行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中成长最快的公司。

对这一成功的诠释并不复杂，尽管如此，坦白地说，我并不把巨大规模或者快速增长等同于成功。我认为，我们定义的本质是我们对简单至上的重视，从 25 年前就是这样了。如果说先锋公司敢于追求伟大，那是因为我们一直以托尔斯泰的一句格言为座右铭："没有简单、善良和诚实的地方就不会孕育出伟大。"

一般理解投资基于简单化，但除此之外还需要信任。在《共同基金常识》第 1 章的开头一段中，我写道："投资是一种信任的行为。我们将资本托付给财务管理员，相信他们的努力会使我们的投资产生更高的回报……并相信我们国家经济会长期繁荣，金融市场在将来也同样蓬勃。"

但相伴于投资产生的问题不是对我们的金融市场信任与不信任，因为金融市场已经提供给我们慷慨的回报。而是对我们的金融机构信任与否，因为我们资产的管理者往往不能为投资者抓住那慷慨回报中的合理份额。作为一个投资者，你会马上了解到每一个你所投资的资产等级——股票、债券、现金储蓄——最高的市场回报率是多少，同时也得承认，并且要接受，你获得的份额要少于 100%，这是投资者们都会面临的首要挑战，因为进入市场要有额外费用。

几乎没有金融机构——当然共同基金也是非常少——能够提供这样的服务：投资者可以获得的回报接近他们所希望的 100%，而成本却极其低廉。事实上，在过去的 25 年中，基金管理和市场成本消耗了证券市场约 40%的累积利润，只为那些投入 100%的初始资本并承担 100%市场风险的人们留下约 60%的累积利润。这种结果和我的公平概念简直完全不相称。

从开办伊始，交易中的先锋股票就一直是以最低的交易成本带来接近于 100%的市场回报率。我们所做的每种产品的统一主题就是费用最低。从我们的相互共同基金开始就是这样。最初，我们破天荒地采用让共同基金持有者拥有基金管理公司，这样可以使其以成本价运作。几个月后，我们又开创新举措，创立第一个指数共同基金，将低成本投资的理念发展成为引人注目的焦点。指数基金的理想形式是根据现有市场按比例持有每种证券，从根本上确保几乎——但不是完全——100%的市场回报。结果证明它可以确保提供给参与者高于其他投资集团的回报。

要解释为什么这种基金要这样做，用赌场作比喻再合适不过。在庄家将耙子放下来，把赌注都拢走之前，赌徒在赌场中玩的都是零的游戏。耙子放下之后就变成了输家的游戏。投资者在股票市场这个赌场上也是在玩一种零

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的游戏，只不过是以市场为对象。直到庄家放下拢钱的耙子之后，也变成了一个输者的游戏。有如此之多的庄家在耙投资者们的钱（基金管理者、市场商人、投资银行家和经纪人，甚至联邦政府和州政府），在股票市场投资每种股票的投资者，可以退出赌场，永久地持有他们的股票，再不用乱投乱撞，还能赚得长期回报，而那些还在积极参与金融市场（仍旧在赌场赌博）的人则会相形见绌。是的，市场中总会有些人长期获利，但这只是凤毛麟角，而且他们也不能未卜先知。

本质上，高度多样化的投资组合集中了高质量的股票和债券，投资于这种组合可使交易次数最少化，以露骨的成本运作，这是投资成功的关键所在。在目前，这种观点是显而易见的。也可能一直以来都是如此。曾有一位作家，想要解释许多我们首创的在投资股票、债券方面的简单创新，将其称之为我的“对显而易见现象的不可思议的鉴别力”——多么有趣的悖论，显而易见的现象理应是每个人都能辨别的。但尽管它显而易见，在市场提供的利润与投资者所获得的利润之间有差距的概念还是正逐步改变着美国人投资的方式。

为什么投资中的简单至上原则过了这么久才出现？还记得托尔斯泰说过，伟大也需要“善良和诚实”。业界对成功投资的定义是，在投资者与管理者之间分配利润，就像在赌徒和庄家之间分配一样，外部基金管理者有相当的既定利益可保持他们额外高的收益率。当许多金融公司和我一样轻而易举就认识到这一点时，惟独我们的内部管理结构可示意给投资者们重要的善良，只要你愿意。把投资者放到第一位，这一理念因我们的意志和决心而得到升华，这给了我们极大的动力来实践这一构想，并强力推动以实现最大的成就。“最好的东西给最好的人。”

托尔斯泰探索的伟大的第三个因素——诚信——也扮演着重要的角色。我们的简单投资理念不言而喻体现着这一点。在一个市场绝对优先并夸大了交易原则的行业中，我们的投资策略就是清晰明了的。我们不只能坦诚地汇报我们过去的利润是多少，还能解释这是为什么和怎样产生的。指数方法的优越性在学术界被不断检验，至今尚未发现欠缺。确实，现如今没有接受过这套我们运用在实际工作中的理论的教育的 MBA 学生几乎见不到了。我们所需要做的就是不断填充信息。当然，在最初的时候这似乎是有悖于常理的，甚至是荒谬可笑的。但是我们的武器库中有诚信这一法宝。我们迅速成为指数和类指数策略的忠实拥护者，成为低成本的信徒。不只见证了世界投资的变化，还参与到其中，这种感觉很棒。美国的投资者们是胜利者。

简单的投资理念是我们成功的必要条件，但我认为它不是一个充分条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

就成功的条件来说，先锋的商业理念的核心是以人为本，我再简要举几个其他的关于这一核心的主要因素——“拥有虔诚的信仰，脚踏实地做人，拥有他们自己的希望、顾虑和目标。”这话我已经说过 1 000 多次了。即使是面对 1 200 万股东，我们也竭力把每个人当作一个个体来对待。对于我们先锋这个成长集团中的 1 000 多名员工也是这样，这些员工对我们惊人的成长速度应对自如，并对我们的成功作出颇多贡献。

我们的卓越成就奖上刻着我们 25 年前创立时所说的一句话，“每个人都是与众不同的。”只有当尊敬地、公平地、怜悯地对待每个人的思想渗透到企业的每个角落，我们才能真正成为投资者们资产的忠诚管理者，为他们辛勤工作并成为保证他们期货安全的至关重要的人。这些应用在我们先锋公司的服务人员和先锋公司提供服务的对象身上的理念听起来很像是黄金法则。确实如此。这种服务正是渗透在我们的工作使命中的索洛式的简单的另一有力佐证。“我们的生活被细枝末节的东西消蚀着。简单化，再简单化。”

当我步入我这漫长的将近半个世纪的从业生涯的晚期时，我必须承认，我并没有花费大量时间沐浴在我们提供给投资者们的投资策略所带来的成功中，或者是我们企业的成功中，或者是详述在这条道路上所遇到的许多挑战或者一些挫折。我怀着素来就有的理想主义与憧憬展望美国的未来，对先锋的将来也充满自信，我们这艘巨大战舰即使在我离开后也会沿着它指定的轨道继续前进。因为我相信，25 年前该公司成立时我赋予它的投资理念和人文价值，也就是我前面概略地叙述的那些，不仅是持久的，更是永恒的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 23 章
衡量自己人生的事物

哈弗福德学校毕业典礼致辞
哈弗福德宾夕法尼亚州
1999 年 6 月 7 日

尽管略有不安，但我感到十分荣幸，有这个机会在哈弗福德学校 99 届毕业班的毕业典礼上发表演讲。根据我的理解，我的职责就是说一些重要的和切题的东西，而不是长篇大论以考验你们的耐心。我会尽力达到以上两个标准。

自 52 年前我自己的学校毕业典礼以来（尽管感觉好像没有那么久），世界上发生了许多变化。但至少我们之间还有一些相似之处。布莱尔学院是新泽西州北部的一所寄宿学校，也几乎是一所男子学校，在那个时代这是很常见的，但现在却很少见。就贵校有毅力保持 115 年来的传统这一点，我向哈弗福德学校深表敬意。

从学院毕业后，我直接进入大学，开始了在普林斯顿大学的生活。（1947 年要获得大学录取资格远比 1999 年来得容易。）在两项奖学金和通过暑假打工获得的收入的支持下，我于 1951 年毕业，然后进入投资行业，从事我现在所从事的职业。良好的教育是你一生无价的有利条件，我希望你们不要想当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请[redacted]

然地认为你们的财运会得以延续单纯来自于从好的预科学校到好的大学。（译者注：不能只重学校牌子，而应重视教育内容。）

我的两个儿子是哈弗福德学校的校友，我的一个女儿是贵校资本运作的顾问，作为他们的父亲，我对贵校相当了解。几个星期前在为这次演讲作准备的时候，我走访了你们的 6 位高年级学生，所以我知道很多贵校和 1999 届毕业班的事情。令我印象深刻的是：与我们这些几十年前从布莱尔学院毕业的学生比起来，你们更加的成熟和聪明，更加时髦。

在考克斯博士告诉我让我在这次毕业典礼上发表演讲后不久，我就想好了今天的主题。令人惊讶的是，这一主题的灵感来源于一部电影。电影的名字叫《公民行动》，这是一个关于发生在马萨诸塞州某城镇的致命水污染的故事。主角是一个不是十分有魅力的个人侵权案律师，他的道德标准令人捉摸不定，一开始他打算通过为受害家庭打官司获得百万赔偿来赚取百万收入。但随着案情发展，他发现自己也被卷入受害家庭的官司中，在寻找公正、公平的过程中自己也身陷其中。他冒着败诉的风险只是为了坚持原则。唉，他带着耀眼的光芒陨落下来，电影最后的场景是他自己被推上了破产的法庭。

在法庭上，法官发现，令人难以置信的是，这位成功的、一度十分富有的诉讼人现在只有 14 美元和一台便携式收音机。法官疑惑地问道："衡量这个人的价值的东西在哪？"衡量这个人的价值的东西在哪？但是他已经没有什么"东西"了。他为死去了的孩子们和被破坏的家庭伸张正义，他从事着令人钦佩的事业。他把自己的生涯投注在这一事业上，最后他失败了。我们应当以他有什么还是以他是怎样的人来衡量他呢？

好像通过好莱坞来揭示如何衡量我们的人生不太合适。但是这个问题确确实实存在：我们应当以什么来衡量我们的人生。就我的立场来说，我劝告大家不要以诸如逐渐积累的物质财富这样的事物来衡量你的人生。在现如今物质充裕的美国，人们很容易掉进一个漩涡，至少是我们看到的美国那些享有特权的人群，他们以更豪华的住宅、更大的库房、马力更强劲的轿车、更小巧的电话、更具异国情调的摇滚音乐会、更精密复杂的儿童玩具、更精致的成人玩具做衡量标准，诸如此类的"事物"如此之多，几乎要衡量不过来了。2500 年前，希腊哲学家普罗塔哥拉告诉我们，"人是世界万物的衡量标准"。而今天，我恐怕要说，我们的社会正在逐渐变成"将事物作为衡量人类的标准"。

但是，这样一种衡量标准是肤浅的，最终会自取灭亡。我们赖以生存的地球上的资源有限，却要应对将它们消耗在琐碎的如昙花一现般短暂的事物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的无限的需求。确切地说，全世界有几十亿人口都迫切需要支持和援助，期盼保障和同情，等待教育和机遇。但实际上你们高年级学生却往往把这些“事物”当作无形的，对其视而不见。他们重视那些本质上无关紧要的东西远胜于这些无形的东西。

如果你们惊讶于一部好莱坞电影竟会关注我们衡量人生的标准，那么你可能会更惊讶于一个商人——尤其是一个工作在投资这个现如今以贪婪为游戏规则的领域中的商人——会选择这样一个毕业典礼的演讲主题。但我一直致力于构建一个与众不同的、更好的金融企业。我们的目标是提供服务——用我们的话说就是“以最诚挚、最有效、最经济的方式”服务于投资者，这是我在近半个世纪前于普林斯顿高年级的论文中提出的带有理想主义色彩的说法。我们的价值观集中于投资的简单理念和与我们为之服务的人们公平交易的简单理念。虽然这些理念经受住了时间的考验，但你要知道在这条道路上我也经历过挫折。有意思的是，尽管如此，我 25 年前遭遇的那次解雇成为了一个转机，可以说，正是它致使我创立了先锋集团。可以说生活中充满意外。

作为公司的创始人，我曾被称作是一名企业家。我对此不太有把握，如果企业家的身份包含“征服的欲望、战斗的冲动、为利益而奋斗，不是为了成功带来的成果而是为了成功本身”——经济学家约瑟夫·熊彼德的标准——那么可能我是一名企业家。我创办先锋的目的既不是要构建一个帝国，也不是要积聚惊人的个人财富。现在我们管理的资产近 5 000 亿马克，员工近 10 000 人，可那些骰子的点数（如果你想这样比喻）对我来说毫无意义。对我来说重要的东西是如何更好地服务于我们的投资者，提供给我们员工更多的机遇，以及维护我们的名称和声誉。

公司不是我单枪匹马构建的。没有人能只靠自己达到目标。你的生活和我的生活都会受种种影响，像机遇、转机、良师益友，更不用说生活在美国这一固有的便利。我们的生活也会受到有同情心的家庭的祝福、像世界上 99%的人所羡慕的家庭氛围、受特别的老师带给我们思想观和价值观上熏陶的影响（那些老师将一生奉献于教育事业）。真正的有意义的“事物”是我们要用来评价我们享受的生活的不同寻常的开始的，以上只是其中几个例子。我们有神圣的职责要通过提供公共产品来偿还这些情义。

尽管你们都毫无疑问地为升入大学做好了准备，但生活的道路并不是一帆风顺的。记住传道书中的告诫，“真正的竞争不是速度的比拼，不是体质的较量，既不是知识的食粮，也不是善解人意的财富，更不是能工巧匠的偏爱，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请[redacted]

而是时间和他们所遇到的机遇。”也许你碰巧就是这世界上敏捷、强壮、聪慧、更富于同情心的也更灵巧的人，但千万不要忘记，除去这些天赋，竞争永不会终止。你也可能要在这条路上经历失败。当挫折降临时，要有勇气去坚持到底。但要记住你是谁远比你有什么更重要。最终，究竟以什么“事物”来作衡量自己生活的标准还是取决于你自己。

我的直觉告诉我，你们 1999 届毕业班的学生会作出正确的选择的。为了这个毕业典礼早上的这一刻，你们一直很刻苦。你们的行为光明正大，公平且公正。在全国最好的中学里，你们坚持修完课程赢得了你们第一场重要战役的胜利。你们的成就的价值远胜于那些物质的东西的价值，只有愚人才将其作为衡量生活的标准。今天这个早晨你们所获得的哈弗福德学校的毕业证书，就是一个衡量你们自己价值的极好的标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 24 章
揭示隐情的心脏

尼古拉斯·格林奖学金基金会
投资公司研究院
华盛顿 哥伦比亚特区
2000 年 5 月 17 日

我不能找出比“揭示隐情的心脏”更好的标题来描述我今天的演讲了。的确，我将要告诉你们一个关于两个心脏的故事。它们两个仍然在继续着他们不懈的跳动，就像你表上的秒针嘀嗒嘀嗒那样有规律（虽然有点快），但是它们两个——被认为是一个奇迹——正如人类敲击鼓那样，在 6 年前他们结合在了一起。一个是关于一个美国小男孩捐献心脏的故事，另一个是一个老商人接受心脏的故事。

标题非常恰当，但我承认我是从一周前《纽约客》上“城市会谈”的文章中借用过来的，也许是受了艾德加·阿伦·波的鼓舞。心脏就在报道中，那片简短的文章（它包括了我在开头所引用的鼓的隐喻）讲述了法国道芬——路易十七的心脏，那时他已经加冕——一个恐龙化石的四心房的心脏，最近在南达科塔被发现了。“如果道芬的心结束了一个传奇”，文章说，“恐龙的惊人的现代心脏供给另一个……然而这两个心跳动的却是一个故事，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正奇怪的是我们关注的过多……我们希望一个心变为另一个心，”亚当·格普尼克的文章继续说道：“我们深深的、持久的无可救药的民间生机论的最后巨大的穹顶，特别心灵的避难所。Le Coeur est mort，vive le Coeur!”心死了，但心万岁！但我想告诉你们的是另外两个心的故事，也就是我在开头所提到的。第一个故事是年轻的尼古拉斯·格林——一个异常聪颖的 7 岁美国小男孩，他 5 年半以前在意大利的高速公路上被凶手杀害。真是一个残忍的悲剧，但是因为他父母极其仁慈地实现了救赎；爱的行为——在这种环境下，我担心我们剩下的人没有谁会复活——所以扫除它的贵族性，就如否定我们的无聊，自我为中心的幻想一样。

几周以前，我又读了一遍“尼古拉斯效应”，是非常好的关于年轻的尼古拉斯的生命和死亡的故事，以及他的器官在 7 个意大利人的重生中所发挥的作用。我同样感到了悲剧与胜利的超力量意识、悲伤和希望，就像我一年以前阅读时所感受的那样，这是从瑞格·格林——既是作者又是尼古拉斯的父亲那得到的礼物。当瑞格·格林讲述他们幸福的家庭休假、远行到阿尔卑斯山、到意大利南部，我的眼泪忍不住流了出来。他的儿子仅仅 7 岁，会被经典的故事“英雄为了公共利益不惜冒生命危险”所震撼，又会困惑于“神明的简单花招”。一个想象力丰富的男孩，打扮并且模仿罗宾·汉的劫富济贫的行为；一个典型的喜爱吃细条实心面和巴马干酪的男孩，但不喜欢吃面包皮；一个敏感的男孩，在他生命的最后一夜告诉他父亲，“当我在水中时浪花溅在我的脸上。我舔了舔，感觉很不错。”

悲剧发生了。在意大利海岸的高速公路上，深夜，两个孩子睡在车的后面，罪恶降临了。一辆车来到了格林一家车的旁边，残暴的歹徒朝他们叫嚣并要把他们往车外拖。瑞格吓得不知所措，他加速。炸弹炸坏了车窗。格林一家逃脱了。歹徒的车灯渐渐消失了。一切都好，恐惧慢慢消失，格林一家非常宽慰。

但他们马上就停止了，在后座上的小尼古拉斯一动不动。警察赶到了，救护车也来了。小男孩被送到了医院，瑞格把尼古拉斯随身携带的小羊皮碎布塞在他的手里。第二天，“最后的一点点希望也破灭了”。子弹击中了他的大脑。接下来就是期盼奇迹发生的一天，“我得到了不好的消息。我们没有发现他有任何大脑活动的信号”。尼古拉斯·格林死了。

胜利到来了。几个月过后，无论是瑞格·格林还是马吉·格林——他们都不记得曾经发生了什么——“既然他已经远去了，为什么我们不能把他的器官捐献出来呢?”其他家人也都同意。在他的书中，瑞格告诉我们：“这是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们所做过的最容易的决定，我们的孩子再也不在那个孩子的躯体里了。”胜利开始于七个器官的移植——心脏捐献给了一个已经在医院度过他半生的15岁的意大利男孩；肾脏给了一个处于最后昏迷状态的19岁的西西里岛的女孩；肾给了一个14岁的女孩和一个7岁的男孩，在此之前他们只能靠透析器械来维持生命。胰腺给了一个罗马人，角膜给了两个西西里岛人，并恢复了他们的视力。七个人，有的生活从此更加丰富，有的也创造了奇迹中的奇迹，获得了重生。

尼古拉斯效应

胜利继续着。整个世界都被这个悲剧故事所震撼，被美国人在异乡的仁慈所感动，对器官移植的奇迹感到激动。报纸、杂志、广播、电视等铺天盖地报道这个事件，并唤起了大量器官捐赠人意识上的觉醒。这个觉醒就是所熟知的“尼古拉斯效应”，全球数以百万计的人知道了移植和这种不朽的慷慨行为——死了成员的家庭可以把希望寄予那些急切想脱离死亡、能活得更长久、更健康、更有质量的人身上。意大利最大的医院也已命名为尼古拉斯·格林医院。的确“人们已为尼古拉斯而疯狂”，教皇保罗二世亲自敲响了在格林家乡加州保迪加海湾为了纪念他而建造的钟。世界是一个充满爱的地方。

瑞格·格林说：“器官移植是人类精神的一个飞跃。我们知道死亡有个基本的目的，那就是以新得生命替代老的、脆弱的。但在更一般的意义上死亡也是生命之花的第二次绽放。移植意味着我们的生命不再处于恣意妄为的怜悯之下。我们一开始就有了发言权。”

是的，瑞格和马吉，你们做到了！我敢说你们的所作所为没有人能够达到。因为在4年零3个月以前我获得了我的第二次生命，当时一个26岁的年轻人的心脏移植进了我的胸腔。对我来说，不把在1995年10月从支离破碎的小尼古拉斯·格林身上摘下来的心脏与1996年2月21日植入老约翰·伯格受损的体内的心脏作一番比较是不可能的。

揭示隐情的心脏

这之间的联系不仅仅是时间上的。瑞格·格林从20世纪70年代就是我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一个同事，在一个共同基金公司工作。他告诉了我他书里的一些故事。在一些关于我的声望的赞美之词后面，他写道：

杰克·鲍格勒，先锋集团主席，当我在 20 世纪 70 年代第一次见着他的时候他使用着心脏起搏器，打网球时还带着累人的能量补充装置。“那简直要了他的命，”我想，但我错了，他继续增加他的影响力，掌管着指数共同基金并改革那些他认为松弛的纪律。对他来说，基于信任来掌管别人的钱是最神圣的职责。

20 年过去了，最后他战斗着的心脏快要停下来了，然而被这个国家 5 000 家庭中的一个给救了——不知道结果如何——他们把礼物献给了全世界。我写信给他说我不能想象比移植更好的结果，因为它能拯救一个高道德和高智商的人。他的回答很有典型意义：慷慨的赞扬给予捐赠者，对世界充满希望。在他的最后的一篇演讲中他还在抨击说共同基金的运行费用太过高昂。

我将在后面我的回复中评论瑞格对这三部分的理解：对捐赠者的赞扬，对世界的希望以及继续我的共同基金的使命。但首先我要讲述我自己心脏的故事。我出生的时候就有罕见的先天性心脏病，叫做右心室关闭不全，是在 1960 年我 30 岁的时候，一次打网球时发现的，我当时非常痛苦，以为是一般的心脏病。在一个当地医院呆了 6 个月后，还是没有康复。定期地心律不齐，经常是深更半夜到医院去，因为很频繁，所以我被告知我的生命不长了。1967 年我到了克利夫兰医院治疗。医生认为心脏起搏器——新的并且是大的！——能减轻我的症状。手术简直要了我的命，然而等我回到家之后，心律不齐仍然继续折磨着我。

我继续在这个国家寻找最好的心脏病专家，在波士顿我找到了伯拉德·劳医生，一个世界知名的有经验的内科医生，是的，但是也是一个优秀的人道主义者。没有他的照顾，我怀疑我是否还能活到今天。他非常自信地认为初诊是错误的并且心脏起搏器是不必要的，他不能确定病因，他给我开了大剂量的抗心律不齐的药物。我的问题还在继续，但它们并不威胁到我的生命，他同意让我继续我繁忙的商务活动。在 1967 年我成为了惠灵顿管理公司的总裁，并且于 1969～1971 年在 ICI 公司任主席，ICI 公司是基金业非常活跃的一个公司。他还允许我重回阔别了 7 年之久的网球场和壁球场。

心律不齐仍然继续，尽管频率少了些，每次发生后我都到波士顿的医院住上两到三周，在那我接受新的药物治疗，在踏车上记录压力测试的分数，不允许有任何事情打扰我的节奏。(顺便说一下，1974 年，在这些活动中，惠灵顿公司把我解雇了，当然在那一年我已经建立了先锋公司。）甚至是在 1980

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年壁球场上的心脏停止跳动——我的对手通过重压我的胸部而挽救了我的生命——这也没有使我停下脚步。但我开始带着一个便携的去纤颤器以防万一。然而不可避免地，死神仍一步步逼近。更多的心脏暂停发生了，1986 年在一个学校的礼堂（我被两个医生通过做 CPR 给挽救了）；另一次是 1988 年在一个火车站（我认为是我的跌倒刺激了我的心脏），这些迫使我慢下来并且终止了我的体育运动，到 1992 年时，只有通过心脏移植才能使我活下去了。

仍待观察

一年里，我几乎爬不动楼梯，我处于 B 状态而被列入了等待器官移植的名单。但是只有 A 状态才有移植的优先权。好的消息（在某种意义上）：我的状况恶化了！在 1995 年夏天的时候我被列入了 A 状态，并在 1995 年 10 月 17 日允许去了费城的汉尼曼医院。就在前一天，我有了乐观的预兆：一个加州的股东给我寄来了一只手表。在表面上印有我们先锋公司的标识，我的名字，还有就是我经常向股东们所说的话："仍待观察"。它也是一个双关语："仍待观察"。我感到这将是我幸运的象征，所以我把它带在了我的手腕上，一直保持到了今天。（是的，我知道这件礼物不能超过 50 美元。所以我查了一下目录，它是 14 美元。真是无价之宝！）

在我被允许手术前，只有我的左心室还在跳动。由于担心我对股东的责任以及新的心脏不能及时得到，我又回到了我的位置上，在我的继任者之前担任起了首席执行官的角色，在董事会同意后，我又当上了主席。漫长的等待开始了，在这段时期里我吃了很多延续生命的药，无论什么时候在楼上走的时候都带着我那装有静脉注射液的包。我的监护人——由苏珊·布罗曾娜医生领导的外科医生和护士小组使我继续活着，日复一日地等着。在移植方面没有优先主义。（我把它描述为交通拥堵中的民主）实质上，我们都有优先权。一个健康的心脏通常是一次恶性交通事故中的死者，大脑死亡了但心脏还是健全的零星地送来，经常是 2 个月什么都没有，接着两三天的时间送来两个心脏，就这样。

不像其他人一样，我不再观望和等待，我每天去先锋公司上班，通常都是上午 10：30 医生查完了之后开始。我们的年报的季度很长——每个财年的 8 月到 1 月——我写道，就如我的职业生涯那样。每天我妻子的造访通常是下午的 5：30～7：30，这会打乱我的节奏。当她离开后，我会继续工作直到晚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载[redacted]

上 10 点，读报纸到 10：45，接着服用一片安眠药，猜一猜《纽约时报》的字谜，接着在 11：00 点开始断断续续的睡眠，但是只有读了第 23 节圣歌并且祈祷一番才能开始，“不是我的愿望，而是为你所做”。

“拥有一个新的心脏”

医生和护士认为我不聪明，但是对我来说时光过得很安逸。最后，在医院里呆了 128 天后，2 月 21 日凌晨 2 点左右我被叫醒了。我的救命的心脏来了！我把这个好消息告诉了我的家人，并且努力完成我的年度报告，为手术做好一切准备，习惯性地，当我被送到电梯去的时候，其他等待器官移植的病友为我举行了鼓舞人心的欢送。我记得接下来好像到处是漆黑一片，医生在我的上面忙碌着。我非常担心出现什么差错，接下来就听到不可想象的最鼓舞人心的话：“祝贺你，你有了一个新的心脏。它非常年轻并且充满活力。”

在接下来的一年是非常艰难的一段时间（没有足够地减慢到我曾经达到的那种繁忙的商业节奏），但我恢复得非常的好。我经历了 32 次心脏活组织切片的检查，没有一次表明我身体排斥我移植的这颗无价的心脏——就好像一个投手在一场精彩的比赛中要开始第 33 局似的。在心脏移植中惟一要求匹配的就是血型（我是 O 型血，也就意味着等待得更长），但我的捐赠者的身体化学成分必须和我的要高度相似——一个特别的突变，因为它使我很快停止了服用低劣的抗排斥药物——强的松。我仍旧每天服用 20 片药（最高时 55 片），但它们都是好药！

最后结论表明老年接受者不会发生太多的问题，因为我们的排斥机能没有年轻人那么强。事实使我的担心——我不能像一个年轻人那样拥有较长的生命——减小到了一个较低的程度。我认为，由于我的坚强的意志、我的热心，再加上严格的、实实在在的、无脂肪、无盐食谱，我的康复速度也提高了，我对我心脏能经受一些锻炼而感到高兴。我妻子和我做了很多散步和骑车的活动；我们在阿迪劳达克思爬山（也许有点小）；回来后我把我 15 英尺的 O’ Day Javelin，Blue Chip 船的帆挂起来，带她去了普莱斯德湖。是的，我还重新打起了壁球，这绝对没有心脏方面的风险。一句话，我重获新生！

几乎每个见到我的人都要说我看起来非常好，我通常回答他们说：“我看起来的样子还没有我自己的感觉好！”和我通电话的人对我声音的活力感到吃惊。在所有赞扬的话中，我最喜欢的一句是在移植后的一年，当我站在普林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯顿一个报告厅的外面，等待一个校友研讨会开始的时候，我的名字印在了我的夹克上，但是没有我的班级数字。一个校友走过来，转过身看着我然后说："你好，约翰·伯格。你心脏手术后怎么样了？"加油啊！我要继续努力！

继续共同基金使命

现在，使我困惑的是我该如何来使用我重获新生后的这段时间里的难以置信的能量和热情呢？通过先锋公司的伯格金融市场研究中心，我已经轻松跨越了希腊和罗马之间的界限，这两个国家的古神有同样的名字——宙斯，现在是朱庇特。我继续着我的1/4世纪长的使命来尽力确保8 000万共同基金投资者能得到合理的回报，尽管现在我的努力还没有收到明显的成效。我外出旅游，主要在美国，不断地写作，频繁地参与演讲，参与公司的工作，老实说先锋公司的同事几乎没有超过我的。

生命的第二次机会也给了我一个写另一本畅销书的机会——《共同基金常识》。今年9月，麦格劳·希尔公司出版了我的第三本书。它是"伟大的金融思想"系列的第一本，名叫《伯格投资：聪明投资者的最初50年》。为什么是50年呢？因为它包括了我关于共同基金产业的普林斯顿高级论文，那篇论文从1949年12月份开始写，完稿于1951年，最后付梓出版了。甚至后来，就如你们将会看到的，我呼吁把这个产业办成"最有效、最经济、最公正的产业是可能的"。我猜测，改变的事情越多，亟待解决的事情也就越多。

我真的不能解释我在这40年中面临生理方面的挑战而表现出来的不屈不挠和不知疲倦的状态，不用说没有陷入颓废的泥淖中，更不用说我对"无论如何，坚持到底"的热情——一个经典的家庭用语，这正是我的新书最后一章的标题。但是我在几周前在《纽约时报》上读到的一篇文章也许可以解释：

当面对无可救药的疾病折磨的时候，绝大多数的人想做的事情是医生告诉他们可怕的消息那一天以前所正在做的事情……在压力下一些人崩溃了，但更多的人希望能像以前一样。乔治·伯纳德·肖称之为生命的压力——作为人类你所经历的事情，成为你重新找到生活的决心，是你生活的一部分。

到现在我仍有疑惑。为什么我受到上天如此的眷顾？为什么是我？这是在我最痛苦的日子里我从来没有问过的问题。继续我的使命是我最好的选择吗？那就是上帝期望我做的吗？我应该比我创立，并且这些年我全身心地投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

人之中的公司活得更长久吗？我对我的家人公正吗？——我的妻子、我 6 个孩子、我 12 个孙子女？但我的“前进”的态度是如此得强烈，以至于在凌晨时间这些问题侵入我的脑海之时，都会迅速地消逝，我依然是原来的我。事实上，我接受移植后惟一的后悔就是：尽管不得不相信我重获第二次生命确实是奇迹，但是我担心我仍然是一个有缺陷的人。但是我发誓，我绝对比以前更好！

感激捐赠人

你们应该能记得，瑞格在我给他的信里见到的我不仅有继续我的共同基金使命的决心，而且还有我对捐赠人的慷慨的赞扬。我怎么没有向瑞格表达我的感激呢？谁敢说捐给我心脏的人不是尼古拉斯效应的一部分，受到格林一家签署捐赠协议的高尚举动所鼓舞呢？当然我对给我捐赠器官的捐赠者的家庭表示感激，那人是一个年轻的男子，仅仅 26 岁。（这个信息是高度保密的。）我是在遇上那个捐赠者把肝脏捐献给另一个接受者——我的表兄——的一个很偶然的机会中得知的，我猜测——在他接受移植的同一天，他的妻子在新闻中得知了我的移植并且联系了这件事。

写一封那样的信很困难。的确，直到 1996 年的感恩节——一个非常合适，尽管是迟来的一天——我才写下了这些话。“非常感谢你所付出的爱和表现出的人性的善良”，我写道，“让你的心继续在另一个人的体内跳动……它是一个医学奇迹，但更是一个精神上的奇迹，因为我从肉体上和精神上都得到了新生。”我的信没有得到回复。也许是那个家庭太过于伤心了，或者他们决定不暴露自己，也许是不识英文，或者是没有家庭成员存在人世了。但我希望，如果有的话，我能给他们一些慰藉和平静。

我也曾经给捐赠者的家庭讲演过，这些家庭是我所面对的最难的听众。1998 年，作为“心脏演说家”，和其他器官的接受者一起，我讲道：

我们不太可能知道你们所爱的和所失去的亲人的年龄、性别、种族、国籍，或者是信仰，你们也不会知道我们这方面的事情。但是我们都能知道，最后，在无知中的世界夸大了我们这些人的表面的贡献，其实这些事情都没什么了不起的。真正了不起的是，当上帝给了我们生命后，我们过着我们能过的最好的生活，即使一个生命结束了也能与人性的善良共存。你们所做的就是一个家庭所能做的最高贵的行为！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身处异国、在震惊与极度悲伤之中，毫不犹豫地捐献出了尼古拉斯的器官，瑞格·格林和马吉·格林是高贵的典范。

捐献出一个亲爱的人的心脏不是一个容易的决定，即使在你认为是很容易的环境下。在一个我发言的捐赠者家庭的会议上，我见到了一个在翻领上有三个缎带的男人。他接受了两个器官，并且他也失去了一个亲人并且把器官也捐献出去了。5 年后，才知道他已经接受了两次心脏移植。一年后，他的儿子在一次交通事故中死亡。他决定把他儿子的心脏捐献出来，他对我说："这是我所遇到的最难下的决定。"我只能说："上帝保佑你!"

对世界的希望

对于我写给瑞格的信，瑞格在最后提到了我对这个世界的希望。在人类高尚精神和奇迹般地科学进步这两者庄严的结合中，把心脏从一个身体中移植到另一个没有心脏的体内，我们怎么能不对这个世界充满希望呢?在我对这个世界的希望中，我能做的仅仅唤起你们对"尼古拉斯效应"标题的注意："一个小孩献给世界的礼物"。

我们今天庆祝并且再次肯定了他的礼物。通过尼古拉斯·格林奖学金基金，每年我们选派 2～3 名年轻的、有才华的、有前途并且对国际旅行感兴趣的美国学生到国外学习，像年轻的尼古拉斯一样。作为其中的一个评委，我已经阅读了 24 份年轻学生的简历，每个人给我的印象都是非常符合条件的。它是我们的后代，也是我们对更美好世界的希望所在，我希望你们每个人以及你们所代表的基金组织能为基金作出贡献，就像 30 年的同事在 6 年前所表现出来的同样的慷慨和高贵的精神，瑞格·格林和他的妻子马吉。瑞格出生在英国，但他却证明了一个美国人对其他人的慷慨大方的精神，200 年前亚历柯西斯·德·陶克奎韦利曾经表述过，这也是人所共知的。

现在，这两个"揭示隐情的心脏"讲述了他们这两个故事。我们返回到我们的无知世界和普通的生活。但我希望这两个故事能鼓励你们听讲——就像鼓励我的讲述一样——尼古拉斯捐献心脏的故事，以及约翰·伯格接受心脏的故事。出去之后把这些鼓舞带给世界!身虽已死，心却永存!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 25 章
无论如何，坚持到底

欧文管理学院毕业典礼上的演讲
范德堡大学
纳什维尔，田纳西州
1992 年 5 月 8 日

我认为一个能为毕业典礼上的演讲提供灵感的叔叔是少见的，尽管如此，今天的情况就是这样。我已故的叔叔，克里夫顿 A. 海普凯恩斯，是一个模范市民，一位诚实正直的投资银行家，而与我今天的主题密切相关的是，他是一位富有献身精神的水手。我永远不会忘记他那艘老旧的新英格兰捕虾船的名字中所透露出来的信息："无论如何，坚持到底。"这就是我今天要强调的：无论如何，坚持到底。

我有一项业余爱好就是编撰辞典。我喜欢研究单词与习语的出处，而几年前我生活中最重要的一部分就是向威廉姆·萨菲尔在纽约时报上的一个名叫"谈语言"的专栏投稿。但是我始终未能找到"无论如何，坚持到底"的准确出处。然而，加尔文·柯立芝——这位沉默寡言的佛蒙特人似乎比其他 20 世纪的美国总统少一些废话，或许是因为他的演讲稿向来都是自己起草，而这种事现在正迅速消失绝迹——这无疑为此说法的产生作出了主要贡献：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界上没有什么可以取代坚持不懈的地位。才能不可以，没有什么比怀才不遇的人更平常了；天才不可以，未能有回报的天才几乎是众所周知的事；教育不可以，世界上满是受过良好教育的被遗弃者。持之以恒和独立的坚强意志则是无所不能的。“坚持到底”这一口号解答了并将不断解答人类发展进程中的问题。

加上“无论如何”只是提醒，提醒我们在任何情况下都必须坚持到底。它意味着类似“不在乎风大浪急的海面、失败甚至灾难”这类情况是老生常谈，我认为它同时意味着“不在乎平稳航行、成功甚至胜利。”吉卜林在他精彩的诗篇《如果》中，同时提醒了我们这两种情况：

如果你有梦想，又能不迷失自我；

如果你有神思，又不至于走火入魔；

如果在成功之中能不忘形于色，而在灾难之后也勇于咀嚼苦果；

所以挑战就是能够在顺境与逆境中同样的不屈不挠。让我用一些忽视这一建议的成功的美国大公司和一个采纳这一建议的步履踉跄的小公司来论证我这一观点。然后我将以一些建议作为结束，这些建议是针对你们在结束这一我们称之为学位授予的仪式后即将开始的工作的。

美国的公司化

在这条发展的道路上，公司化美国——在几乎整个 20 世纪里是国家的推动力量，也是文明世界都羡慕的——在它功成名就时却忽视了坚持到底的必要性。那些后来在困难时期衰落甚至从舞台上消失的美国大公司的名单读起来就像仅仅几十年前我们那些杰出企业的名人录。看看下面这三家从成功巅峰跌落的公司：

IBM——一度是美国最典型的成长股（在 1950～1960 年间市值增长了 9 倍），而今天它的普通股的市值已低于 1971 年的水平。由于失去了创新的灵活性和接受能力，相对于美国的竞争来说它已思想僵化。

花旗银行——直到 1985 年它还是世界上最大的银行，现在却排名 21。由于僵硬老化的管理方式，它的不动产贷款组合中的风险尽数归还（译者注：没有起到规避风险的作用）。

通用汽车——它未能果断地应对产品质量问题与全球竞争。通用汽车丢掉了至少 1/3 的市场份额，并且去年的亏损额总计竟达 45 亿美元。（长此以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

往，董事会提出了抗议。至少可以说，这在美国经济中是不常见的。）

这些在面对成功时未能坚持到底的例子并不是孤立的。再想想美国万国宝通银行（不明智的分散投资）、旅行者保险公司（不可靠的不动产投资）、梅西百货（过度举债经营）。至少这些公司幸存了下来。而许多昔日的蓝筹股公司就没那么幸运了，泛美国际航空公司、时代公司、宾夕法尼亚铁路公司、国家钢铁公司和美国无线电公司，可以说，它们都已经成为历史。看起来好像“没有什么会像成功一样失败”。

如果说它们之间有一条共同的线索，那就是太多的公司在它们处于辉煌的胜利时太过自满而未能坚持到底。经常是它们只管放松而忽视了自己的使命；他们未能随机应变，没有意识到潜伏在各个角落的竞争，也未能就管理一家大型公司的挑战作出调整。总之，上述这些因素改变着美国经济的当权派，使之衰落。

当然，我承认这些例子是为了支持我的观点所搜集的。尽管如此，必须注意到的是就整体而言，公司化美国没有完成他们的任务。自 1984 年，美国 500 强公司的经营所得仅以每年 3%的复合率增长，或者为剔除通货膨胀影响并固定为 1984 年货币水平后的 3.6%，这样的增长率是消极的。如果这样的数字还不表示美国的管理层需要更新换代，我就不知道这还代表着什么！当然，如果你们所代表的这一代能够坚持到底、持之以恒、意志坚强，那么将有充分的机会解决今天折磨着美国经济的问题。

先锋传奇

在我演讲的第二部分，让我从美国工业的宏观经济转移到单独一个公司的微观经济。相较于美国顶级公司在面对成功时未能坚持到底，这个小公司的确是做到坚持到底了。面对失败，它必须要这样做。我是在说先锋集团（尽管我无法再次证明）和我自己（尽管我应该说“他”而不是“我”）。请原谅我的一面之词，但是没有一家公司是我更了解的了。

先锋传奇开始于 1974 年的早期，作为一家大型共同基金公司的首席执行官的他（尽管充满热情！）被解雇了。走出这一令他心碎的剧变之后，他创建并注册了一家崭新的公司。这家公司以他在以前的公司所从事的商业活动（管理、清算等）起家，继而在几年之内发展成为对许多基金的投资组合管理活动。就这样，一个业务面狭窄的管理企业迅速发展成为一个羽翼丰满的共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同基金混合体。

他对于铸就新公司的成功也充满了热情。但是这家公司的成功仍然经历了很长的时间，经受了很多挫折。从 1974 年 1 月到 1978 年 1 月中的每个月——足足四年那么久——从共同基金中退出的资金比加入的要多。伴随着不停的资本流失——总计超过 5 亿美元——基金的资产从这一时期开始时的 20 亿美元变为结束时的总计 18 亿美元，它仅能通过不断改进的股市的最低限。在此之后，它成功了——或者公认的委托书增多了。先锋迅速成为共同基金行业中发展最为迅速的公司。

先锋的成长大部分是来自于 3 个令人痛苦的简单想法：①在长期来看，投资者会寻找到最高的可持续回报，而这样的回报只能由拥有最低操作成本的组织结构的公司提供；②在这个金融知识普及的世界上，自发投资者会直接寻找回报而不需要（或者付费给）销售代理人；③因为这一行业的繁盛从只经营普通股信托投资基金转变成经营混合性资产——包括债券基金和货币市场基金，投资者会——由于与他们所选的共同基金组织之间的相互制衡——要求最高质的服务。

有一句老话这样说：“像对待所有者一样对待顾客”。这家公司的秘诀——正如你所看到的——就是多走一步，“先让顾客成为所有者，然后才能像对待所有者一样对待顾客”。该公司被组织成第一家混合共同基金，在这里，基金持有者实质上拥有这个管理组织。作为所有者，他们获得真正相当可观的利润，在共同基金行业和金融市场高速发展的全盛时期里这些利润甚至只需简单管理即可实现。在这个相互依存的独特观念中获得的信赖，甚至在几年的倒退与挫折之后，仍给公司带来了坚持到底的能力。

股市的“热门消息”

我的关于坚持到底与意志坚定的最后一个案例的提出是顺应要求的，或许有点古怪，我会给你们讲一些热门消息。矛盾的是，我给你们讲的热门消息，说也奇怪，是通过将指数基金作为你个人投资计划的核心来避开热门消息的。（实际上，指数基金包含了股票市场上的所有股票。）指数法的魔力在于，如果我说的没错的话，它实际上削减了投资的正常费用，例如投资组合办理费和投资咨询费。

简单地说，积极的投资者所获得的毛利润的总和和指数基金所获得的大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体相当，但是指数基金会因为其实际成本的优势而获得较高的净利润。可能的结果是，那些采用指数法战略的人会比今天在场的积极投资者中 7/10 的人都获得更高的净利润。（在证明这一论点时有一个问题存在，这 7/10 的人自然会对于他们的失败保持沉默，而剩余的 3/10——由于技巧或者运气胜过了指数法的人——会直言不讳他们对于指数基金的责难，认为这是一种失败的投资策略。）

在共同基金行业的大背景下，我们的公司于 1976 年创立了第一支指数基金，部分原因是想知道理论是否能够应用于实践。实践证明它确实能够与市场相一致，这说明指数基金在技术上是成功的；然而，随波逐流的投资者们忽视了它，这是它在商业运作上的失败。但是，公司再次认识到建立指数基金这个想法是正确的。怀着不可动摇的决心，它坚持着这一方向，并未受到早期在市场上的失败的影响。现在指数基金拥有资产 50 亿，已成为美国第六大资产基金。“无论如何，坚持到底”，的确如此！

因被炒鱿鱼而开始，伴着失败起步，但是坚守几条常识性的原则，我们的微观经济故事以胜利告终。今天公司拥有 830 亿美元资产，是世界第三大混合共同基金。但是就像在历史上，一个新的篇章总会揭开序幕。今天这个公司面临的主要挑战是要如何继续成功并坚持到底，以避免成为另外一个恐龙企业。这个公司有保持它的竞争优势的决心吗？它能够避免常与大规模增长相伴而来的碌碌无为和令人生厌的官僚作风吗？它的忧患意识还能持续多久？关注这些问题的答案在前面的章节是如何展开的会很有意思。

给 MBA 毕业生的建议

按照这一场合的惯例，接下来请允许我以给 MBA 毕业生提一些建议作为结束。我不赞成你们在范德堡大学欧文管理学校所受到的这种昂贵的商业教育。（然而，完全的信息公开迫使我承认我的儿子就是 1983 年毕业于欧文学校的，并且在范德堡大学受到的教育已成为他作为一家小规模的计算机密集型投资咨询公司合伙人而获得成功的主要因素。）但是我的确耗费了毕生精力来研究商业和金融事业的众多方面。

依据所有这些经验，我可以写一本书了。（或许我会写的，但不是今天上午！）在这个结束语中我要反复强调的是坚持到底与意志坚定确确实实是成功的关键。当然你要具备的不止这些，你还需要接受教育、勤奋工作和思维敏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方都用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

捷。与同事、上司、下属之间的高效率协作必须是一个前提条件。这些都是你获得成功不可少的条件，但并不是说拥有这些条件就够了。意志坚定才是必要条件。

因此，我最后的发言集中在两个主题上：诚信与学习。首先，如果你不能带着诚信从事你的工作，那么就回到原点重新开始。不论20世纪80年代的记录带着怎样的污点，公司的个人道德准则又成为大势所趋，并且我们的新世界彻底地无法忍受贪婪、投机取巧、欺诈、寻租和欺瞒。这种不容忍的态度最大限度地应用到了商业、教育、政府，以及全美所有机构。太好了！作为一个无可救药的乐观主义者，我敢打赌我们国家的道德准则将一天比一天完善。

几年以前，一位著名的华尔街套汇商人曾在一所知名大学的毕业典礼上作了一个演讲。电影《华尔街》重复了他的话，现在我为你们引用这些话：

“女士们、先生们，重点是贪婪是有益的。贪婪在发挥着作用，贪婪是正当的。贪婪阐明、拆穿并抓住了进化论的精髓。对于生命、金钱、爱情、知识的贪婪标志着人类前进的巨浪——贪婪将会挽救这个称之为美国的功能紊乱的企业。”

出于对各位欧文学校的新毕业生们和你们的家人的尊重，我不使用粗俗的语言来表达我对上述愚蠢举动的不满。因此，我只关注一下这位演讲者：他最终因诈骗保证金被判有罪，并在联邦监狱中度过了几年光阴。女士们、先生们，重点是贪婪已经过时，诚信时代到来了。并且，如果你们寻求成功和价值的实现，请接受我的建议：以最高的道德标准要求自己。这是一件好事，同时也使你的灵魂受益。

一个人在给定题目上的一家之言在从别人口中说出时似乎更加铿锵有力。那就是我在学识这一主题上的看法。因为就我而言，著名的约翰·嘉德纳在斯坦福大学百年校庆时所作的演讲就做了我现在所做的工作：

活到老，学到老。从你自己的失败和成功经历中学习，通过以自尊之心来迎接、经历、欣赏、热爱、承受生活的屈辱。学习到自艾自怜、怨天尤人是最致命的毒品。学习到世界热爱天才但是只会回报良好的性格品质。

仅有自知之明还不够。对个人宗教信仰、对你对道德体系的理解、对你所爱的人、对你毕生从事的工作、对你所在的社团……对它们承担应有的义务，这将为你的生命带来意义。……善良、勇敢、忠诚、正直的天赋……会使世界变得越来越美好。以身作则，言传身教。

国家的考验在于，无论在什么样的利益冲突与混乱中，在使人精神涣散

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的冲突和目的不一致中，在自我放纵与自我原谅的诱惑中，我们是否有决心、有勇气、有信念和精神的力量来塑造一个未来的杰出人士。你们能做到。

你们确实能够做到，你们每一个人都能够做到。如果这段话说的还不够彻底，那么在圣·保罗给腓力比书的信中所言的则肯定道出了全部：

我所做的就是忘记那些身后的事情，瞄准前面的目标前进……我始终向着目标前进。

所以，坚持！

坚持到底！

无论如何，坚持到底！

无论如何坚持到底！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PART FIVE

第五部分 普林斯顿大学毕业论文

再次读完我在普林斯顿大学的毕业论文“共同基金的经济功能”，心中不禁产生三点感触：首先，这篇论文写得并不坏！尽管文章的写作水平难以堪称一流，文章的内容还是相当实用和易于理解的，尤其是考虑到当时我还只是一个21岁经验欠缺的年轻人，该论文又是我的首次重大写作课题。论文的组织结构看起来也相当不错，虽然共同基金领域内的资料相对缺乏，相关的研究工作还是完成得比较出色。我不知道是否还能给这篇论文以更多的赞誉，但我在多年前确实为这一作品感到欣喜若狂。

回顾过去，我真希望自己能在共同基金行业服务于投资者的成功经验方面，特别是在更广泛地评价共同基金投资业绩方面作出过更多的研究。第一，我表面化地把实现投资目标作为共同基金行业的要求，如我在论文中提到的：“目标实现就是管理成功的标志”，而忽略了许多共同基金公司的目标可能具有不可避免的模糊性。(反驳这一观点是困难的，正如我在论文中引用的一家共同基金公司那样，提供“合理的分红、正当的收益以及资本保值”，这些目标都是很有价值的。）但是我们今天看到的这些比较数据都差不多是30年前的数据了。我当时的确把部分共同基金公司的收益和同期标准普尔90股票平均指数的收益进行对比并得出一些数据，发现这些共同基金公司的回报率是令人满意的。尽管如此，我还是得出结论：“基金的回报难以超越市场平均水平”。我把这个论断留给头脑更加聪明的后辈，他们或许在25年后，当第一个模拟标准普尔500股票指数的市场指数共同基金出现时，来验证它是否能成为我创见性的预言。

其次，令人惊奇的是，当时我对尚处于萌芽状态的共同基金行业的发展抱有很高期望。当证券交易委员会把仅有的25亿美元规模的共同基金行业的发展称作[①]“过去50年来美国金融

① 应该说明，由于我的最初手打原文和图表很难进行复制，因此这里你们看到的是由更精美的版本更新后的论文稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史上最重大的发展”时（我在论文的开头引用了这句话），不知是以什么为出发点来考虑的？事实上，在1950年，共同基金行业的规模与630亿美元规模的人寿保险业、580亿美元规模的美国储蓄债券以及560亿美元规模的银行储蓄存款相比起来则相形见绌了。此外，共同基金那时仅仅拥有美国众多企业股票份额的1%，而我还在敦促共同基金行业不要“限制对企业的管理施加影响力”。实际上，我在论文中同意证券交易委员会的观点：“共同基金在代表广大不善表达、效率低下的个人投资者利益方面发挥着有益的作用”。但事实却并非如此，目前共同基金大约已经持有所有美国企业股票份额的24%，但至今个人投资者仍然是数量众多的被动投资者。

毫无疑问，我无法想象随之而来的共同基金的增长：股票型基金、债券型基金和货币市场基金的资产合计达到了65 000亿美元。从名义上来讲，1950年美国17%的综合经济增长率，仅仅是三种基金增长率的1/3。我更无法想象的是随后金融市场的变化：自我完成论文后，美国股票市场总值已经从1950年的750亿美元增加到现在的170 000亿美元，其增长速度近似于或略低于共同基金资产的增长速度。此外，共同基金行业的投资特点发生了变化。正如我在论文中提到的，1950年股票型共同基金是收益的主要来源，在当时股票平均收益率为6.63%，公司债券平均收益率为2.96%，商业票据平均收益率为1.48%。今天，这种收益增长模式已经完全不同，债券成为收益的主要来源。目前，股票平均收益率为1.1%，债券平均收益率为7.5%，商业票据平均收益率为6.2%。很显然，至少在目前投资趋向发生了变化。

令人感到高兴的是我对论文的第三点感触，这点尤为重要。我在论文中不断呼吁以保护共同基金投资者的利益为首位，年轻时的理想主义观点跃然纸上。论文的开始就直奔主题：共同基金绝对不能“使股东们的利益从属于其他经济职能，共同基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的首要职责是必须对股东的利益负责。”其后又进一步阐述，“有迹象表明共同基金的管理成本是非常高的。”之后总结出，“未来共同基金行业的高速成长依赖于销售成本和管理费用的降低”（事实上这些费用目前已经上升到很高的水平）。文章接着论述道，“共同基金对企业决策的影响，应该侧重于共同基金股东利益的最大化，而不是共同基金经理的特殊利益”。然而目前，许多共同基金公司被动的管理方式很难考虑到股东的利益。

文章的结论再次强调了我的理想主义观点，这一观点我至今仍在坚持：共同基金应该服务于——“个人投资者和机构投资者的需求……，尽可能为投资者提供高效、诚信和经济的服务……，为投资者提供投资回报……，这是共同基金的主要职能，相对而言其他职能都是从属的……，共同基金的主要职能是对其组合投资的资产进行管理，其他的职能都是从属的……，在任何情况下，如果其他职能影响了投资者的利益，就必须要被摒弃。”论文的最后一句话阐明了共同基金最适宜的经济职能：“为社会经济的增长作出贡献，并使个人投资者和机构投资者分享经济增长带来的利益。”

回顾共同基金行业 50 年的发展历程，我想加上一个重要的注解：“公平”。现在，时代已经远离了我开始这篇论文写作的 1949 年，共同基金的投资者们应得的不仅仅是基金股份，而且是产生于金融市场的公平的回报，不仅仅只是公平的回报，还要有公平的待遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普林斯顿大学毕业论文

献给
我的母亲和两个哥哥，
他们的
帮助使我得以完成学业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金的经济功能

约翰伯格

部分履行准学士学位要求而
提交给普林斯顿大学经济和社会制度学系的论文

1951 年 4 月 10 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

前言 …… 283

绪论 …… 285

第 1 章　对于个人投资者的利益 …… 290

第 2 章　信托基金和养老金的“储备库” …… 315

第 3 章　权益资本的来源 …… 325

第 4 章　对企业管理的影响 …… 338

第 5 章　促进证券交易市场稳定 …… 347

结论 …… 355

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

回顾本篇论文的写作，对作者来说是既痛苦又快乐的过程。除了威森·鲍格勒先生的书籍之外，有关共同基金方面的权威性资料非常缺乏，这一度使作者的写作陷入了困境[①]。但同时，也有两个原因使作者感到高兴：第一，将各不相同的零散资料整合成易于理解的文章，本身就是个令人感到愉快的过程；第二，作者可能有些徒劳的希望，这篇论文能填补有关共同基金经济职能方面的研究空白。

论文的第1章花费了大量笔墨论述共同基金服务于个人投资者的优势，但在篇幅中混杂了过分的夸大和缺乏根据的论断，使得分辨其中的优劣变得十分困难。而在第2章至第5章中却充斥了大量的、经不起推敲的、不充分的内容，文章展示出的写作思路是试图用合理的方式最大限度地对现有资料加以组织。有关这些章节内容的最典型的说明，就是作者于1951年2月从国家投资公司协会收到的一封信，信件的部分内容如下：

"投资于共同基金的养老金和信托基金越来越多……"，但我们对此却缺乏充分的根据……，大部分的共同基金公司投资于绩优证券，它们通常不会提供新的股本权益……，共同基金并非为此而设计，稳定证券市场并不是它们的目标……，对企业的管理施加控制和影响在实践中只是特例，而非通行的规则。

没有这些比作者经验更为丰富的专业人士的帮助，"共同基金的经济职能"这篇论文就不可能完成，作者借此机会向他们表示感谢，正是他们的帮助使作者获得了灵感、信心以及信息资料。首先，感谢作者曾经访谈过的3位共同基金公司的高级管理人员：惠灵顿基金公司的执行副总裁约瑟夫 E. 韦尔奇先生，麻省投资者信托基金公司的理事 L. 谢尔曼·亚当斯先生和加尔文·布劳克基金公司的副总裁约翰·麦克·德仑兹先生；其次，感谢三位

① 亚瑟·威森博格，《开放式基金》，1950年，第336页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金销售人员抽出宝贵时间接受了作者的访问，他们是：纽鲍格勒基金公司的哈罗德 S. 斯奇夫先生，豪恩布罗尔·威克斯基金公司的威廉姆 S. 凯奇曼先生和基德·彼伯德基金公司的理查德 L. 豪布姆先生。第三，感谢国家投资公司协会的执行秘书约翰 M. 谢菲先生，为论文提供了大量的统计数据，感谢作者的叔叔——布朗恩·博斯沃斯基金公司的克里夫顿 A. 海普凯恩斯先生，安排了极有价值的访问，为作者提供了特殊的帮助。最后，尤其重要的是，感谢作者的导师、普林斯顿大学经济和社会制度学系的菲利普 W. 贝尔先生，作出了卓有成效和令人感激的工作，帮助作者修改论文中的基本错误，引导作者走向正确的写作方向。

约翰伯格

普林斯顿大学，新泽西州

1951 年 4 月 10 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绪 论

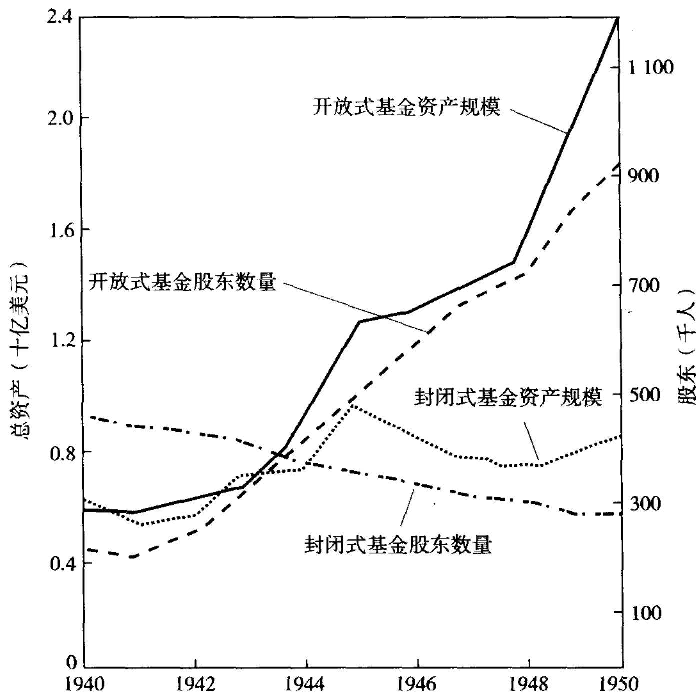
证券交易委员会把近年来开放式基金令人难以置信的崛起称作“过去 50 年来美国金融史上最重要的发展”①。自 1924 年两家最早的开放式基金公司成立以来，这一行业已经迅速地成长为拥有超过 100 家公司的蓬勃发展的群体。行业的总资产规模从 1929 年的 14 000 万美元，以及随后两年经济萧条时期的 6 400 万美元，发展到 1937 年的 37 000 万美元②。在开放式基金行业开始大规模扩充的 1940 年，资产总值大约达到了 45 000 万美元。截至 1950 年底，开放式基金的资产总值已经达到了庞大的 25 亿美元，在 10 年间的资产增长比率几乎为 500%。(见图表 1)

开放式基金仅仅是投资型基金其中的一种类型，它的主要业务是把受托资金投资于有价证券。由于开放式基金具有开放式的资产规模和独特的经营特点，可以认为它是投资型基金的特殊业务分支，也就是可以将它称为一个独立的行业。本文会把这种开放式的投资基金称为“开放式基金”、“投资信托基金”，或者简称为“基金”。开放式基金具有以下两个明显的特征：一方面，不断提供新的基金份额（以净资产价值加销售费用为价格）以供销售，因而具有股份的无限扩张性；另一方面，又时刻准备以净资产价值赎回基金份额。投资型基金的另外一种类型是拥有固定数量基金份额的封闭式基金，封闭式基金根据供求关系确定基金份额的买卖价格，因而价格有可能偏离它的实际价值。1944 年，开放式基金的资产规模首次超过了封闭式基金，而在此之前，封闭式基金的规模在投资型基金中一直占有较大的比重。自此之后，开放式基金的资产规模一直处于领先地位，其现在的资产规模大约是封闭式基金资产规模的 3 倍。需要提到的是，根据以上的定义，控股公司和保险公司都不符合基金公司的标准。

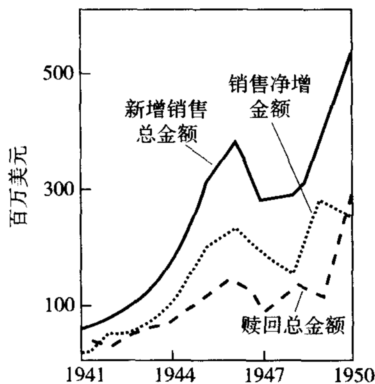
① 引自威廉姆 V. 考特曼，“开放式基金股份”，《商业金融史》，第 16 期（1947 年 10 月 30 日），第 1749 页。

② 证券交易委员会，《投资信托基金和开放式基金》（第二部分），第 33 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费 任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



开放式基金和封闭式基金的资产规模和股东数量的增长



开放式基金的销售和赎回

图表 1　开放式基金的增长

资料来源：国家投资公司协会。

通常认为投资型基金的发展历史始于比利时通用公司，由比利时国王威廉姆一世于 1822 年创立。然而，更接近于现代投资理念的基金公司则是罗伯特·佛兰明公司，该公司于 1873 年在苏格兰成立，其目的是根据直接调研的结果对美国的业务进行分散投资，以实现资本的保值和持续的收入。在美国，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

最早产生的封闭式基金公司是1893年成立的波士顿个人财产信托公司。

美国开放式基金公司的发展开始于1924年。如上所述，这种基金公司与众不同的特点使其获得了特殊的优势：不断增加的基金份额使得公司能够实现高速扩张，而赎回份额的特点又使公司能承担更高程度的管理责任。开放式基金规模开始时的增长速度是缓慢的，主要因为市场对封闭式基金份额的需求巨大，在1927－1929年期间，封闭式基金份额在市场上的投机优势非常突出。当市场进入衰退期时，公众对这一管理不善的投资信托基金的反应是选择固定投资组合基金，以固定的投资组合的形式投资于有价证券。1932年，固定投资组合基金也开始衰退，因为非常明显，“缺乏管理”最多只是对“管理不善”的牵强替代。同时，这标志着开放式基金公司开始兴起。

无须对开放式基金的兴起作不必要的细节性探讨，作者列举出以下几点原因：第一，专业证券发行人的“职业感觉”看好开放式基金。1932年，证券发行人注意到证券经销商一直对封闭式投资基金份额进行折扣销售。由于开放式基金具有更高的销售佣金，更多的持续分红盈利机会，可以净资产价值赎回份额、投资单一类别的股票的特点，以及严格的管理限制等销售优势，他们开始转向发行开放式基金。目前，这些因素依然在开放式基金行业发挥作用。第二，开放式基金的管理具有基本的诚信原则。在这一点上，开放式基金显然没有受到过多的指责，而其他类型投资信托基金在许多情况下因为对倒交易、复杂的资本结构、不顾投资者的利益、对资产的直接掠夺、成为控制其他公司的工具以及对滞销证券进行倾销等问题而备受公众指责。第三，1940年的《投资公司法案》。自经济萧条之后，公众普遍缺乏投资信心，这部法案在很大程度上帮助公众建立了对基金行业的信心。证券交易委员会的一项全面性的研究揭示了上述基金管理中存在的种种弊端，1940年的立法对这些弊端进行了补救。尽管法案除了在法律上对开放式基金公司已遵守的规定进行规范外，在其他方面涉及得很少，但由于它恢复了投资者的信心，还是具有内在的价值的。第四，1936年的《国内税收法案》。其中第Q条的补充规定对开放式基金分配给投资者的红利和证券给予免税待遇，因而有效地减少了基金收益的额外支出。第五，国内不稳定的心理预期，要求最大化的降低投资风险。开放式基金通过有效管理和投资的多样化组合可以满足这种需要。第六，尤为重要的是，美国的社会经济形态已经由富人和穷人两极分化，转变为中产阶级占很高比例的形态①。中产阶级能充分利用开放式基金专业化

① 见下文图表16。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资管理和较低的基金成本份额的特点进行投资。总之，美国已经成为中产阶级社会，而开放式基金是中产阶级的理想投资工具。

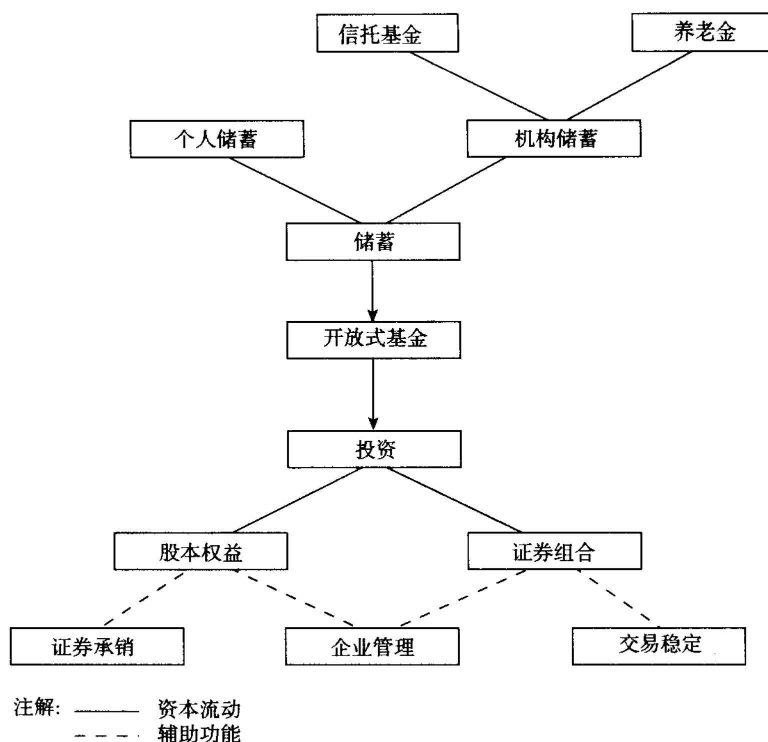
归纳起来，开放式基金把信托机构的投资原则应用于基金管理，成功的渡过美国经济史上最动荡的时期，历经经济大萧条、股票市场崩盘、世界大战以及联邦政府的社会变革年代而得以存在。

这篇论文的主题是开放式基金的经济职能，文章中必然存在许多假设条件，这些假设条件并不一定适合目前的情况。在开放式基金行业中，许多人从根本上不太乐意谈起基金行业的潜在经济职能，因为与其他金融机构相比，开放式基金公司的资产规模实在太小。人寿保险公司的资产规模约为 630 亿美元，美国储蓄债券规模超过 580 亿美元，银行定期储蓄存款总额为 560 亿美元[①]。开放式基金 25 亿的资产规模比较起来可能很小，但与近年来开放式基金的增长速度相比，这三家规模庞大的金融机构可能会相形见绌：自 1945 年以来，开放式基金的资产规模增加了 100%，而人寿保险公司的资产规模增加 40%，储蓄债券的资产规模增加 30%，定期存款的资产规模增加 25%。正是开放式基金资产规模每年大约以 20%的速度持续增长的事实，才使这篇论文的可信性有了可以依赖的基础。文章先论述了开放式基金得以成功的现实基础，以及开放式基金如何实现个人投资者的收益，接着详细介绍开放式基金为小型信托基金和养老金提供盈利性投资方面存在的潜在成功性。在对开放式基金的资产来源进行论述之后，文章接着开始论述开放式基金的经济职能：开放式基金可以作为股本权益的来源，可以对企业的经营管理施加影响，也可以稳定证券交易市场。开放式基金之所以具有这些职能，是因为社会存在着对它们的需求。开放式基金可以在自身的经营范围内满足这些社会需求，而不必使投资者的利益服从于这些职能，开放式基金的根本职能必须立足于股东的利益。

图表 2 通过展示开放式基金如何促进储蓄现金流入到投资领域，说明了开放式基金各种经济职能的相互关系。

① 《联邦储备报告》，第 37 期（1951 年 2 月），第 167 页。

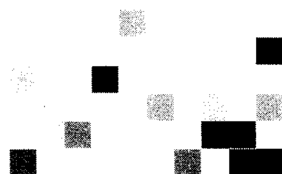
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图表 2　开放式基金以及储蓄和投资的相互关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 对于个人投资者的利益



显而易见，共同基金已经发挥其对个人投资者的影响作用。在过去的10年里，投资于共同基金的个人投资者人数增加了3倍，这一事实表明投资者发现共同基金是实现投资目标的理想工具①。本章将运用各种可行的案例，论述共同基金给投资者带来的好处。

然而，首先需要对以下几点予以说明：第一，共同基金通常设法鼓励投资者，而不是储蓄者，购买它们的股份。很多共同基金公司指出，投资者需要在留出充足的现金储备、购买保险、银行储蓄或者购买政府债券之后，才可将剩余资金投入到共同基金。本章主要讨论的是那些有能力进行投资，并且能根据投资的特性承担一定风险的个人投资者。

第二，共同基金并不宣称其收益将优于市场平均水平。这种收益对比通常发生于拥有固定投资组合的信托投资基金，如由各种股票组成的特定投资组合。这些固定投资组合的信托投资基金声称，在既定资金既定投资目标情况下，它们实现的收益可以和个人投资者在相同时间以相同成本完成的投资收益进行对比评价。

① 作者的计算数据来自“国家投资公司协会”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，共同基金显然不太可能全部完成下文所述的投资目标，但是它们可以对个人投资者需要的便利服务进行充分整合，也就是说，它们可以提供专业化管理、投资多样化、收益取得、资产流动以及资本增值等多样化的整体服务。本文并不认为，与拥有大量个人投资账户的投资顾问公司相比，共同基金对投资者的资金管理能产生更好的收益；共同基金多样化的投资决策，比按照法定要求进行投资决策的保险公司更为合理；共同基金的收益将和政府债券的收益一样稳定，和特种普通股票的收益一样高额；共同基金资产的流动性将和储蓄银行一样快速；也不认为共同基金股份的价值增值，像封闭式杠杆基金股份那样以低成本扩张。本文惟一认可的是，共同基金公司能够对个人投资者所需的投资服务进行最好的整合。

为给投资者提供更多选择范围的多样化决策和专业化管理，共同基金按照多样化投资目标设计了众多的基金类型，供投资者从中选择。投资者可以选择根据当前市场状况设计投资组合的平衡型基金，这种基金通常不断改变“进取型”普通股和“防御型”债券的比例；或者选择普通股基金，该基金以选取已发行的优质股票为目标，常常保持较高比例的持股；或者选择仅仅投资于债券组合的债券基金。如果投资者想要对投资进行更大程度的控制和管理，他可以选择特殊类型的基金，主要包括两种：一是行业类型基金，在投资者选取的行业里进行多样化的投资组合；一是目标类型基金，由投资者确定投资目标，投资于最可能实现其目标的多样化股票组合。这样，共同基金提供了众多的投资品种供投资者选择，以适合投资者或者资本保值增值或者合理盈利或者两者兼顾的投资目标。

共同基金所提供的专业管理、投资多样化、收益取得、资产流动以及规避通货膨胀的优点，我们将在以下各章节里进行讨论。此外，共同基金还履行着部分额外的次要功能，我们在这里列举如下：基金投资组合的股票要被托管人保管——托管人通常是银行——以避免遭到毁坏和损失（见证券交易委员会的政策综述，该损失不包括资产减值）；共同基金分红是季度性的，而不是分散性和部分性的，投资者不能干预有关的代理、授权以及股份分割等行为；最后，共同基金需要提供有关基金分红的纳税情况年报，以方便所得税的申报。共同基金成功地为投资者提供许多重要的服务，本章将继续对其进行深入分析。

管 理

……在广泛研究和系统分析的基础上，正确地选择有价证券组合，以实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现投资目标……

在许多情况下，个人投资者既没有足够的时间，也没有充分的专业知识去管理自己的投资账户。美国最高法院已故法官路易斯 D. 布兰德斯先生，在他的一篇常被引用的演讲中，对这种现象进行了充分的说明：①

……市场上的证券数量如此众多，对有限力量的个人投资者而言，要在各种证券中作出明智的选择——真正地对其中的一种作出正确判断——通常是不可能的。个人投资者缺乏基本的能力、工具、培训和时间进行适当的调研。除非他购买证券的目的仅仅是为了比赌博好一点，否则，他需要听从投资专家的建议。投资专家融相关专业知识和判断能力于一身，并且拥有必要的工具能够进行深入的投资调研。

共同基金以相对低的成本为投资者提供专业式的管理，并且提供所要达到的投资目标，投资者可以据此确定何种基金最适合他的要求。除了提供这些好处之外，共同基金在投资管理中通常留出足够的现金头寸，在市场萧条时期以低于平均价格的价位买进补仓②。个人投资者通常缺少资金进行这样的操作。

共同基金在投资管理方面负有的职责可以大致分为以下几种：预测经济和市场波动的长短期趋势，在行业之间以及相同行业的企业之间进行投资资金的分配，确定投资组合中买入和卖出证券的价格。1936 年的《国内税收法案》严格规定了共同基金负有收益分配的义务，法案要求共同基金实现的收益应该分配给投资者。在共同基金管理方面运作较好的例子是惠灵顿基金，它成立于朝鲜战争结束后的 1950 年 6 月③。尽管投资组合中普通股（约占60%）、优先股和债券之间的比例变化很小，共同基金还是需要警惕任何可能的经济趋势，考虑各种可能的发展动向。许多共同基金公司预计到潜在的高税收，大幅削减基金股份增长带来的预期利润，这种处理方式在很多案例中屡见不鲜：为实现利润，美国铝业公司、凯内考特铜业公司、大西洋冶炼公司的股份被基金公司出售；由于通用电气公司和底特律·爱迪生公司的股票发行定价与行业中性质相同其他公司的发行定价不一致，基金公司将其持有的发行股份随之卖掉；对包括古德伊尔轮胎公司、伯利恒钢铁公司、南太平洋公司等的股票购买，被认为是这种“经济战争”中的成功案例；西屋公司、加利福尼亚标准石油公司和斯坦德·布兰德公司可能在经济的“战争时期”和“和平时期”都运作得很好；美国罐装公司、美国烟草公司和国立收银机

---

① 引自《信托和财产》，第 88 期（1949 年 8 月），第 495 页。

② 也就是，留有充足的现金以便在市场低价时买入股票，从而降低投资组合中股票的平均价格。

③ “信托基金随战争调整”，《商业周刊》（1950 年 9 月 16 日），第 115 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

公司较低的股票价格，足以抵减预期的税收增长。

共同基金的管理通常由董事会或者理事会来控制，董事会或者理事会的成员主要由公司管理人员、合作商、公司董事、会计师、律师、银行家、证券交易所成员组成。董事会或理事会不受任何大机构管理人员的影响，包括经济发展委员会的理事，美国电话电报公司的财务人员，西弗吉尼亚州的前政府官员，威尔逊·兰恩公司的总裁，哈佛大学工商管理研究院的副院长①。按照 1940 年的《投资公司法案》，不经股东的同意，董事会成员不能被随意地撤换；大多数的董事不能和投资银行家以及共同基金的固定经纪人发生关联关系，必须保持基金销售发行组织的独立性；董事会 40% 的成员不能由投资顾问或者基金公司管理人员担任②。这些规定起到了积极的保护作用，有效预防了销售公司、经纪机构和投资银行控制共同基金的投资决策。

共同基金的管理成本通常由已发行股份净资产价值的百分比来确定，在大多数情况下按季度计算。比例的范围从净资产的 0.5%到 1%不等，为给投资者留下管理成本极低的印象，甚至还规定每天的比例（为每天平均净资产的 1%除以 730）。然而，一些迹象却表明共同基金的管理成本是很高的：第一，按照收益的百分比计算时，管理费的比率范围为收益的 5%到 15%；第二，管理费中包含一些额外的开支，如管理人和股票的转账费、邮件费、打印费、书记员工资、行政管理费、律师费以及州政府和地方政府的税费，这些费用总额通常占到总费用的 20%～50%，剩余部分才构成管理费用。可是，精明的投资者能够通过自己研究招股说明书来了解管理费用比例，并根据发现的结果进行投资决策。

如何评价成功的管理

尽管通常共同基金可能会减弱市场上任何的波动幅度，但投资者肯定期望其拥有的共同基金股份的价值随市场而上升或下跌。由于共同基金买入的证券也是市场的组成部分，操作上很少有人在买入基金股份后在收益上就能

① 目前基金的董事长们比过去的基金董事长如查理斯 F. 凯特宁要谨慎得多。查理斯 F. 凯特宁是通用汽车公司的副总裁，他在过去的 20 年向一家投资信托基金投资 260 000 美元，并担任了这家基金公司的董事长，但后来只变现了 20 000 美元。

② 分别在第 16 节 a 条款，第 10 节 b 条款，第 10 节 a 条款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领先于市场。然而，共同基金不应使其投资者遭受比组合投资价值跌幅更大的损失。1929 年股市崩盘后，许多封闭式基金经历过这样的情况，因为它们的股份被以高于票面价值的价格买入，在市场萧条时期以低于票面价值的折扣价格卖出。而共同基金不会以这种方式被买进和卖出，通过对 1929～1936 年期间基金业绩的对比，可以清楚地看到共同基金的比较优势：193 家封闭式基金公司平均每股资产价值下降了 35.3%，而 49 家共同基金公司的每股平均资产价值却上升了 6.7%①。

由于共同基金的管理业绩必须和其宣称的投资目标相关联②，对共同基金的评价不能依赖于行业范围的统计数据，而必须依赖于对特定基金的详细分析。下面将从 5 个方面介绍如何评价共同基金业绩。在每一案例的分析中，共同基金业绩评价的 3 个基本方面——股份市场价值，红利支付，资本利得——都要针对单个共同基金公司公布的投资目标进行调查，如果有必要对基金业绩的合理发展作出评价，也可以对另外两个方面进行调查③。

惠灵顿基金宣称的投资目标是“……进行合理的分红，获取非投机性的盈利以及资本保值”④。该公司的数据记录显示，在过去 16 年里平均年红利率为 3.8%，其中由股票红利收入产生的比率为 2.6%。近 10 年来其净资产价值的波动仅仅略微超过道琼斯 30 工业股票平均指数的一半。惠灵顿基金的资本保值也做得相当成功，其每股净资产价值的变化如下：每股净资产最高价值为 1929 年（惠灵顿基金于该年成立）的 24.58 美元，最低价值为 1932 年的 11.50 美元。在该基金的历史上，除了处于市场顶峰的 1929 年、1936 年和 1945 年之外，任何一年年末买入其股份都能在目前得到增值。假设将所有的红利进行再投资，在 1934～1949 年期间股份价值可以增加 100%。与此相比，标准普尔 90 股票平均指数的股份价值只增加了 83%。

联合收益基金的“投资基本目标是，给予投资者定期的、满意的回报率。⑤”这支历史相对较短的基金（成立于 1941 年），每年红利率达到 7.02%～9.84%（包括从资本利得中获得的收益），平均年红利率达 8.3%。尽管红利率中仅有 5.5%来自于股利收入，但其利润分配显然并没有影响到基金资产，该基金的历史数据显示，其每股资产净值从 1941 年的 9.12 美元上升到了

① 证券交易委员会，《投资信托基金和开放式基金》（第二部分），第 508 页。

② 基本的投资政策必须向 SEC（证券交易委员会）申报，之后在股东同意的情况下才能修改，这与《投资公司法案》第 13 节 a 条款的规定一致。

③ 见下文第 301 页，对开放式基金的收益分配和资本利得分配作更深入的讨论。

④ 惠灵顿基金，《招股说明书》（1950 年 4 月 14 日），第 2 页。其他数据来自于销售资料。

⑤ 美国基金有限公司，《招股说明书》，1950 年 4 月 14 日，第 2 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

1949 年的 9.74 美元。

投资者基金有限公司的目标是："为投资者提供最好的收益……，符合市场经营环境、股份红利率、利率条件以及长期资本保值的要求"①。该基金公司每股年平均收益率为 6.3%，其中证券股利分红获得的收益比例为 2.4%。就资本保值来说，其每股价格从 1940 年的 9.5 美元上升到 1949 年末的 12.34 美元，如果 1949 年底出售这些股票的话，仅仅在 1945～1946 年期间购买股份会给投资者带来资本损失。1940～1949 年期间，标准普尔平均指数上升了 138%，投资者基金有限公司的每股资产价值也上升了 127%。

伊顿·霍华德平衡基金则支持定期和满意的回报率、合理的资本保值以及长期资本增值的投资目标。在该基金存续的 19 年中，每股净资产价值下降的年份只有 6 年，说明了其资本保值策略的成功。伊顿·霍华德平衡基金不太注重资本利得收益，在该基金的历史上，其每股净资产价值从 1932 年的 15.25 美元上升到 1949 年的 27.14 美元，其中仅有 1.9062 美元是从资本利得收益中获得。在 1937～1949 年期间，该基金平均每年的红利收益率为 4.4%，比标准普尔平均指数的增长率高出 28%②。

吉斯通公司的系列普通股基金是分析投资目标的绝好例子，其中的每种基金都有各自不同的目标：S—1 号基金投资品种为品质优良的"蓝筹"普通股；S—2 号基金是收益型基金，定位于获取较高的回报率；S—3 号基金是投机型基金，重点在于获取资本利得；S—4 号基金是低价格基金，投资于经常波动的普通股。图表 3 的数据对基金管理中的目标进行了具体说明。

图表 3　吉斯通公司普通股基金的数据比较

	S—1	S—2	S—3	S—4
净资产价值（1940）	$23.71	$12.17	$8.97	$3.45
净资产价值（1945）	$29.24	$17.45	$14.32	$5.99
净资产价值（1950）	$31.59	$16.66	$16.24	$6.54
平均收益				
资本利得	2.1%	1.2%	1.7%	6.0%
股息收益	4.9%	7.3%	6.4%	5.1%
1940～1950 年的资本增长	39%	37%	81%	90%
价值波动	30%	35%	53%	65%

资料来源：吉斯通公司。

① 投资者开放式基金有限公司，《招股说明书》，1949 年 10 月 15 日，第 1 页。
② 伊顿·霍华德平衡基金，《半年度报告》，1950 年 6 月 30 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
自有地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前述的五项分析以共同基金公司案例的形式，清楚地说明了根据共同基金投资目标实现的业绩状况。这些业绩数据看起来已超过了市场水平。谨慎的投资者在购买共同基金股份之前要对基金情况进行调查，根据公平的、满意的基金业绩作出了判断，因为投资目标是否达到是衡量基金管理好坏的依据。

分散投资

……将投资分散于不同的证券之中，以降低每项投资的风险……

与投资基金管理的概念紧密相关的是投资多样化的观点，多样化能使委托事项的风险最小化，有助于实现收益的稳定性和持续性。然而，投资者必须认识到，随着风险及其引起损失的下降，投资的额外收益也会同时降低。如同投资多样化降低投资损失一样，对投资收益的限制是多样化产生的自然结果，但投资基金公司却很少对此加以强调。投资者还必须意识到，多样化无法防止周期性的市场的下跌风险。

投资多样化需要信息准确和决策明智的多样化管理，而不仅仅是指涵盖范围广泛，多样化的含义是综合管理，而非随意选择。许多共同基金公司确实通过多样化投资来达到合理的决策，并非如通常批评的那样只是买入“指数平均组合”的股票，因为作者的一项针对 20 家共同基金公司的调查表明，平均每支基金仅仅持有道琼斯工业平均指数中 30 支股票中的 8 支。1929 年的股灾可以清楚地说明关于“多样化只是范围广泛”观点的谬误。虽然负债型封闭式基金公司的平均投资组合包括 87 种证券，非负债型封闭式基金公司的平均投资组合包括 60.2 种证券，他们资产价值的下降幅度却远远大于平均拥有 46.8 支证券的共同基金公司。实际上，共同基金公司只买入可靠的、优质的和适销的证券，因为它们必须要保证对部分投资组合进行清算，以满足股东赎回的要求。

这里举例说明为何个人投资者需要多样化的投资。第一，投资者往往不能正确选择无风险的股票，正如图表 4 所示，1949 年蓝筹股票的市值不断下跌，而同年平均股指却上升了 10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

图表 4　1949 年市值下跌的主要股票

股　票	跌　幅
美国电话电报公司	－3¾
蓄电池公司	－9¾
海湾石油公司	－4⅝
新泽西标准石油公司	－5⅝

资料来源：威森·鲍格勒，引自第 162 页。

甚至股票投资经历较长时期之后，依然存在着很大的风险。如 1939～1949 年期间，标准普尔 90 股票平均指数上升 110%（假定对所有分配的股利进行再投资），而图表 5 中列出的股票却不断下跌。

图表 5　1939～1949 年期间下跌的主要股票

	市值下跌百分比	股利损失
空气压缩公司	－65%	－38%
国际镍币公司	－50%	－13%
纽约中央铁路公司	－46%	－18%
联合航空公司	－38%	＋25%
艾丽斯·卡尔默斯公司	－31%	＋4%
大陆罐装公司	－15%	＋21%

资料来源：惠灵顿基金销售资料，作者计算。

投资于单一证券是极具风险的行为，而共同基金多样化的组合投资则较为合理。首先，《投资公司法案》规定：

基金公司总资产中至少应有 75%的资产以现金、现金票据、政府债券、基金股份以及其他证券的形式存在。在其他证券投资中，投入任何一个发行公司的股份价值不能超过基金公司总资产价值的 5%，持有发行公司有投票权的股份不能超过该公司股份总数的 10%[①]。

此外，没有大多数股东的同意，基金公司不能改变基本的投资政策（如由多样化投资改为非多样化的投资）。

其次，许多基金公司通过制定公司章程，对其多样化投资证券的数量和质量作出更为严格的限制。较为典型的规定如下：

① 第 5 节 b 条款第 1 条。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）持有任何公司的股票不能超过该公司股票总额的10%；

（2）投入任何公司股票不能超过总投资资产的5%；

（以上两点的限制使得政府对整个行业投资组合的要求更为有效）

（3）借入资本不超过总资产的10%；

（4）投入证券承销的资产不超过总资产的5%；

（5）投资购买于成立不足3年公司的股票不能超过总投资资产的2%；

（6）不能投资于其他投资信托公司；

（7）持有非纽约证券交易所的股票金额或者非交易所交易的股票金额不能超过总投资资产的5%。

各种投资基金多样化投资的例子显示了投资组合的范围非常广泛（见图表6和图表7）。

图表6　部分共同基金的行业分散投资

基金名称	行业数量	投资比例最大行业名称	资产百分比		投资比例最小行业名称
埃菲里特基金	19	石油业	19.1%	1.1%	橡胶业
美国商业股份基金	10	汽车业	9.7%	1.7%	机械业
布罗德投资基金	22	建筑业	15.6%	0.7%	出版业
尼克保科基金	13	钢铁业	11.0%	2.2%	石油业
施库德·史蒂文斯·克拉克基金	25	零售业	4.8%	1.0%	娱乐业

资料来源：共同基金近期的招股说明书。

图表7　部分共同基金的股票分散投资

基金名称	股票数量	持股比例最大的公司名称	持股比例最小的公司名称
波士顿基金	101	1.9%城市服务公司	0.22%夏普与到来
行业选择基金	180	5.2%联合证券公司	0.02%中途岛海运
波特纳姆基金	126	1.6%海湾石油公司	0.2%联合百货

资料来源：共同基金近期的招股说明书。

当然，投资者也需要为多样化的投资服务支付费用，共同基金公司把它叫做购买基金股份时的交易费用或者销售费用[①]。销售费用率通常在基金每股净资产价值的6%～9%之间波动，具体取决于不同的基金公司的规定。许多

① 通常在赎回股份时不需支付费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舆论批评共同基金高额的销售费用。严格地说，销售费用是投资多样化的成本，因为共同基金公司本身从来没有得到这一费用。销售费用被认为是多样化投资的成本，有以下两点原因：其一，因为销售费用是就某一价位获得的资产价值（如组合投资资产）的额外成本；其二，因为销售费用是购买共同基金股份所支付的佣金，就像购买组合投资的股票一样必须支付经纪人手续费。尽管把销售费用看作销售佣金更为合适——因为二者都是为购买者提供服务的成本——但将销售费用看作实际购买投资组合证券所带来的额外成本，则更为接近现实。

共同基金公司声称，个人投资者进行多样化投资时，购买和销售组合投资股票的成本以及佣金将会超过购买共同基金股份的成本。按照目前价格，购买道琼斯 30 股票平均指数中股票每样一股的成本是 1 800.81 美元，购买和再出售每一股的费用总额是购买价格的 11.16%[①]。这一例子说明了销售费用“双向征收”的特点，实质上也意味着投资者在同一时间既要支付购买佣金也要支付销售佣金。

同时，作者所作的一项随机调查，对共同基金公司的竞价和场外交易工业股票的竞价进行了比较，证明前者的平均成本比后者降低了 1/4（见图表 8）。

图表 8　场外交易股票价格和共同基金交易成本的关系

出　价	要　价	
	工业股票	共同基金
4	5	4⅜
6⅜	7⅜	7
10¾	11¾	11⅝
14¾	16¼	15⅞
17½	19	19
20½	22	22
23½	25	25¾
26	28	28⅜
31	35	33½
38½	40½	41⅜
60½	64½	63

资料来源：引自《费城咨询者》的金融部分，作者对其中的价格进行了随机选择，1950 年 12 月 28 日。

① 惠灵顿基金销售手册，“成本和价值”，第 3 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如前所述，共同基金公司并没有得到销售费用，假如收取的销售费用为8美元，其大约是按照下列方式分配：2美元付给交易商，3.5美元付给销售人员，2.5美元付给保证人或者主要的保险商（他们对销售事项和大规模的交易负保险责任）。由于共同基金公司不能从销售股份中直接获利，意味着销售成本的降低（通过减少销售费用）并不能导致基金股份需求数量的增加：相对较低的销售费用可能会降低销售额，因为它使销售人员的利润降低，由于市场上存在大量相同性质的基金股份，从而使他们转向销售其他的基金。麻省投资者信托基金理事会主席迈瑞尔·格瑞斯伍德先生，在1939年对该基金公司的公众检查中，就降低销售费用的问题向证券交易委员会表示：

如果我们在那时（1932年）将公司的销售费用降为每股5.75美元（当时费用为每股8.25美元），我认为没有人能将我们的股份销售出去。

当基金份额的承销人是投资顾问公司而非证券发行公司（通常要支持一个庞大的市场销售体系）时，也会收取非常低的销售费用或者根本不收取费用。例如，由同名的投资顾问公司组建的鲁梅斯·赛奥斯基金（不收取销售费用，赎回费用率为2%），还有施库德·史蒂文斯·克拉克基金（买入和卖出的费用率均为1%）。这两种基金都不是由证券发行公司（或者承销商）发起。证券发行公司一般拥有庞大市场销售体系，如万斯·桑德斯公司，承销了麻省投资者信托基金（费用率为8.1%）、麻省投资者第二信托基金（费用率为8.1%）、波士顿基金（费用率为8.1%）以及波士顿债券基金（费用率为2.96%）。证券交易委员会于1936年末进行的一项调查表明，78%的共同基金股份由证券发行公司承销，其余的由投资顾问公司承销。目前，前者所占的比例可能还要更大一些。

共同基金的销售费用常常会随着销售金额的增大而依次降低。例如，非德里特基金的基本销售费用率为7.5%，降低顺序如下①：

5%：25 000美元～50 000美元

4%：50 000美元～100 000美元

3%：100 000美元～200 000美元

2%：200 000美元及以上

综上所述，共同基金股份的销售费用还是比较高的。尽管从纯经济意义上讲这种费用是正当的，因为投资者为获得共同基金股份愿意付出费用；但从社会意义上来讲，销售费用的最终降低无疑将增加共同基金股份持有者的

① 《招股说明书》，1950年4月18日，第9页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

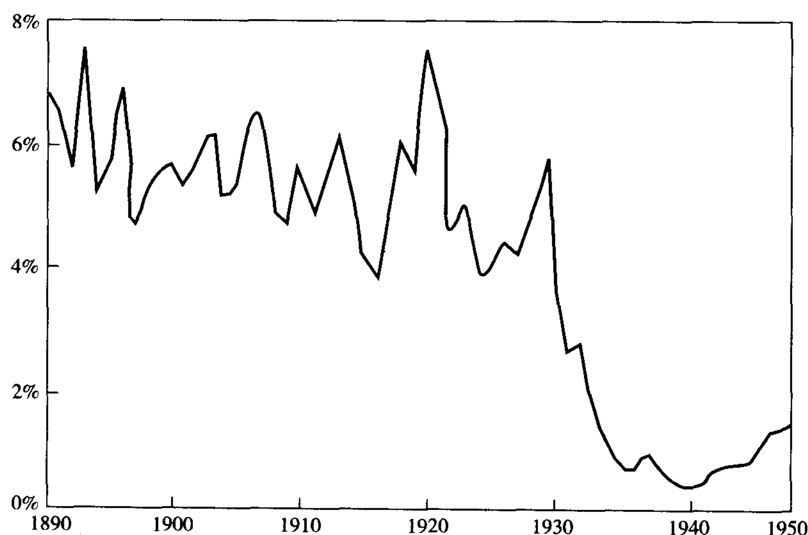
数量，发挥共同基金抑制中小投资者投机行为的功能，同时更高的基金份额销售量也可以增加经销商的佣金收入。

收益

……基金周期性分红的货币支付来自于被投资企业的股利支付……

随着利率和债券收益的降低，共同基金公司定期的、合理的分红对个人投资者变得非常重要。就目前来说，以收益为目标的共同基金非常注重对基金收益的分配。尽管共同基金对未来持续的收益并不能保证，但各个行业只要能继续产生利润，共同基金就能实现收益的断言通常是合理的，因为共同基金通过提供投资资金来获取股利，其收益是组合投资的回报。

利率水平在过去的 20 年里经历了急剧的下降，这可以从 1929 年和 1949 年利率水平的比较中看到（见图表 9 和图表 10）。这段时间里，商业贷款利率由 5.83%下降到 2.62%，短期商业票据利率由 5.85%下降到 1.48%[①]，穆迪



短期商业票据利率，纽约

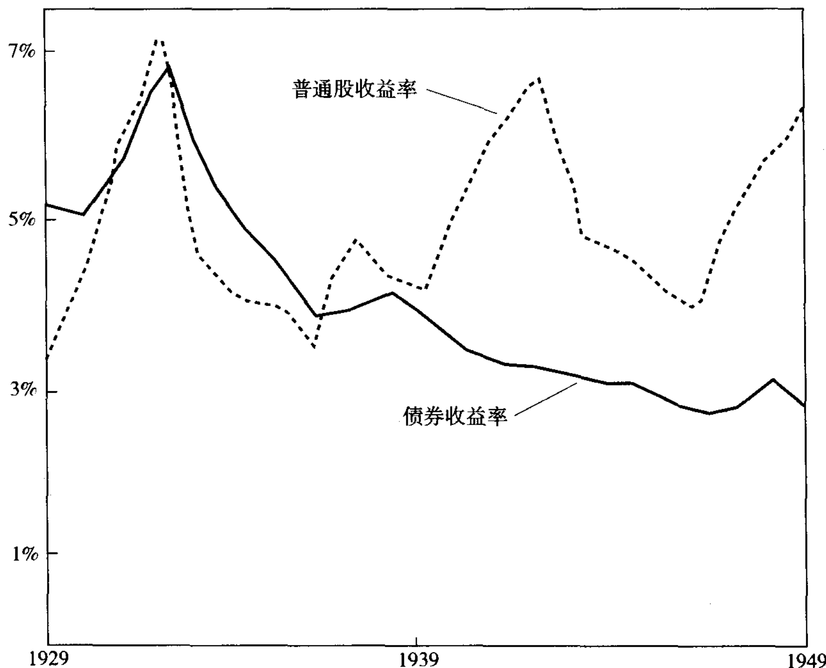
图表 9　利率的下降趋势

资料来源：《穆迪公司投资指南》。

① 人口普查统计局，《美国历史统计：1789～1945 年》，第 278 页；《1950 年美国统计摘要》，第 952 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司平均债券的收益率由5.21%下降到2.96%①。但同一时期，穆迪公司持有的200支普通股票的收益率却由3.41%上升到6.63%②。共同基金在1949年支付了平均高达4.5%的股息，反映了这一时期普通股具有很高的收益率。穆迪公司过去10年的平均收益率为5.36%，同期共同基金的平均收益率超过了4%。



图表10 股票收益和债券收益

资料来源：《美国统计摘要》。

股票红利不断提高和债券利息率的不断下降所形成的分歧趋势日益加大，可能是共同基金公司大量增加的实质性原因。经济大萧条带来的投资者的巨额资产损失，使得投资者更期望投资资本的保全。这一时期债券的收益率不断下降，投资者对股票（特别是对多样化的股票组合）的信心却逐渐增强，普通股的高收益和资本保全特点使市场对其更为有利。尽管许多基金公司强调，投资者在满足储蓄和保险需求后，应将部分资金投入债券。但这一建议是否被广泛采纳却值得怀疑。

通过对以下3家共同基金公司的分析，我们可以看到共同基金具有相对稳定的分红。波士顿基金，菲德里特基金和麻省投资者信托基金在过去10年

① 约翰S. 波特（总编），《穆迪投资手册》，“行业证券”，第a17页。

② 同上，第a20页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里保持了平均4.3%的红利率，并且从来没有停止过季度分红（见图表11）。

图表11　共同基金的收益分红（五年期数据）

基金名称	1944	1945	1946	1947	1948
波士顿基金	$0.64	$0.70	$0.71	$0.82	$0.79
菲德里特基金	$0.71	$0.65	$0.91	$1.07	$1.50
麻省投资者信托基金	$0.96	$1.01	$1.10	$1.23	$1.40

关于共同基金的收益分红有着实质性的法律规定，《国内税收法案》第Q条补充条款规定（可以获得税收减免）：基金公司在任何一个纳税年度的应税分红，除资本利得外，必须不低于其净收益的90%；如果基金公司满足了以上规定，就可以不对分配的红利缴纳税费。这一补充规定防止了三重征税，即政府对被投资企业的收益征税，对从收益中分配给共同基金的股息再征税，对共同基金股东获得的红利又征税。

资本利得的分配给投资者和共同基金带来一些问题。资本利得来源于股票交易中实现的利润，通常发生在股票价格上升时期。由于这一原因，很多共同基金公司鼓励用资本利得进行再投资，并希望以此防止运营资产的减少。共同基金利用资本利得红利再投资通常能减少销售费用。例如，吉斯通基金的招股说明书中对这一政策作了明确说明，该公司在招股说明书中声称，资本利得的红利“……可以以当时的净资产价值再投资于额外的基金股份”，必须要在分红日期后30天内完成①。麻省投资者信托基金在其1950年的招股说明书中声称，资本利得应该“……被股东们认为是一种资本分红，而非收益分红……”②，“……应该给股东提供机会以净资产价值对其进行再投资，从而转化为信托份额。”③

第Q条补充条款实际上促进了资本利得收益的分配，因为基金公司对资本利得分配不必缴纳税费。否则，共同基金必须为长期资本利得支付25%税费，为短期资本利得支付38%的税费。如果这样，共同基金的资产就不能得到增加，从而也不能缓冲未来的资产损失，或者形成一个补偿红利的储备账户。1936年，一家名叫五月花联合基金的公司，清算了部分资产并分配给了股东们，声称按照《国内税收法案》的规定，其不能继续只强调资产增长（在采矿业和石油业），而不分配高额红利的政策。

① 《综合招股说明书》，1950年2月10日，第7页。
② 《招股说明书》，1950年2月24日，第4页。
③ 《招股说明书》，1950年2月24日，第8页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过调查图表 11 中的收益分红稳定的 3 家共同基金公司（见图表 12），可以看出资本利得的分红具有不稳定性。

图表 12 共同基金的资本利得分红（五年期数据）

基金名称	1945	1946	1947	1948	1949
波士顿基金	—	$0.90	$1.50	$0.50	—
菲德里特基金	$1.10	$0.83	$0.38	—	$0.15
麻省投资者信托基金	$0.50	$0.70	—	—	—

资料来源：共同基金近期的招股说明书。

在许多情况下，共同基金的销售说明书往往忽略说明资本利得的不稳定性，其中提出的分红概念通常是指资本利得分红和股息分红的总和，以显示其不同寻常的高额回报率。很显然，在证券市场下跌时，资本利得收益即使不是完全不能获得，收益总额也必然下降。因此，销售说明书中的分红率似乎是误导了投资者。证券交易委员会在 1950 年 8 月 11 日的政策综述中就考虑到这一因素，声称“将资本利得收益的分红与其他来源的分红并列在一起，是会使人误解的……”。[①]

一些专业性的基金公司在某些情形下发现了资本利得分红的一个好处，那就是投资者只需对股票交易利润分红支付资本利得税，这样大约能减少 50%的税费。因此，有避税考虑的投资者适合选择具有成长性和投机性的基金公司，他们认为资本利得分红比稳定的收益分红更有价值。

流动性

……投资价值的含义包括投资资产能在固定价位转换为现金的特性……

共同基金份额的流动性，或者是能以近似净资产价值回购的可赎回性，对投资者具有双重的好处[②]：其一，流动性能使投资者在需要资金时，可以得到相当于股份价值的现金；其二，流动性导致的必然结果是，共同基金在管理时必须对投资者的需求反应灵敏，直接对投资者负责。可赎回性是共同基金公司的特征，1940 年的《投资公司法案》把可赎回性加以法定化，规定除纽约证券交易所在特定情况下的闭市或者证券交易委员会宣布的紧急情况出

① 证券交易委员会，《政策综述》，第 2 页。

② 许多情况下，开放式基金授权主要的承销商充当购买基金股份的代理人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现之外，投资者具有在 7 天内以近似净资产价值的价格赎回基金股份的权利。因为在这两种特殊情况下，不管是共同基金公司处理证券，还是公平确定净资产价值，都是不切合实际的[①]。

共同基金的可赎回性建立了一个进入和退出的连续性市场。顺便提及的是，在证券市场萧条的 1929 年、1937 年和 1946 年，投资者赎回股份的权利都没有受到干预。纽约证券交易所在 25 年中仅关闭过一次，而共同基金在此期间仍然正常运营。实际上，从申请赎回基金股份到共同基金公司向投资者偿付现金的整个过程，投资者从来没有感觉到任何的拖延。

共同基金为满足投资者赎回的要求必须清算投资组合的证券，《投资公司法案》中的两项规定可以减轻它们在这方面的压力：第一，法案的第 18 节 f 条款规定共同基金“……假若存在资金上的缺口……”，可以在银行借款。因此，共同基金可以借款来补充现时的（或暂时的）负净销售额带来的资金缺口。第二，法案的第 2 节 a 条 31 款规定，共同基金可以用“当前净资产中相应比例的股票”偿付给投资者，并非只是支付“等额的现金”。然而，这一规定在实际中并没有得到应用，一些共同基金公司限定赎回股份时只能支付现金。

实际上，赎回的基金股份通常只占共同基金资产总额相对固定的比例。因此，当赎回的金额较大时，共同基金公司必须增加销售额，以获得相同数量的销售净额（见图表 13）。

图表 13　共同基金赎回金额占基金总资产的比例关系

年　度	比　例	年　度	比　例
1941	11.2%	1946	10.9%
1942	6.2%	1947	6.2%
1943	7.8%	1948	8.5%
1944	7.9%	1949	5.4%
1945	8.5%	1950	11.1%

资料来源：国家投资公司协会数据，作者计算。

在经济危机时期，共同基金公司必须努力增加销售和分红，以抵消对风险敏感的投资者们对基金股份的大量赎回。这可以从 1927～1936 年的共同基金公司数据中清楚看到，在此期间，只有两个季度的数据显示基金股份赎回

① 第 22 节 e 条款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额超过了销售额。1929 年 9 月，机构投资者持有 889 801 份已发行基金份额，由此时到 1932 年 12 月，785 898 份基金份额被赎回；之后，由于基金销售金额的增长，机构投资者持有了 1 158 030 份已发行基金份额。同样，麻省投资者信托基金在 1929 年拥有 298 687 份基金份额，在其后三年里赎回了235 016 份，但在 1932 年持有将近 100 万份已发行基金份额。

最近的一个共同基金赎回例子发生在 1950 年 6 月的经济危机时期，当时 64 家大型共同基金公司买回的基金份额，相当于当月最近一周销售基金股份金额的 91%①。虽然这种短期内的赎回率和以前的赎回率有所不同（1945～1950 年期间的平均赎回率接近 40%），通过对其中数据进行深入分析，却发现了一个有趣的现象：1950 年的 2、3 季度（6 月 30 日周末前后）期间，行业基金的赎回率是 60%，普通股基金和平衡基金的赎回率是 45%，债券基金和特种基金的赎回率则是 103%（也就是，赎回额超过了销售额）。由于债券基金仅占了共同基金总量很小的比例，其在经济危机时期的高赎回率表明了投资者对他们选择的行业或者投资目标不满意；相反，普通股基金和平衡基金 45%的赎回率似乎说明了投资者长期的满意度，如果不是对基金的管理感到满意，至少应该对基金的多样化投资感到满意②。

除了共同基金可赎回性本质上对投资者的好处，赎回的概念还包含了三点非常重要的含义：第一，可体现市场价值的优质股构成了投资组合的重要部分。作者认为，持有这种类型的股票，是共同基金比封闭式基金更为成功地经历了经济萧条的原因之一。第二，可赎回性的特点限制了共同基金选择高级证券，因为证券赎回可能破坏这类证券的资产净值。因此，投资者从来不会面临由于资金使用而带来的资产净值降低的风险③。第三，资金提取的风险意味着共同基金在管理中必须提供持续优质的服务，否则就会面临清算资产和停业的危险。

各种共同基金的赎回政策很大程度上也是各不相同的。投资者共同基金有限公司给注册的股东颁发证书，明确股东权利，要求公司可以在股东放弃资格证书后的营业日按照净资产价值赎回股份，不再限定 7 天的期限，除非有（证券交易委员会的）紧急通知。在新的基金股份没有售出时，基金的管理者可以从赎回的资产价值中扣除“……相当于经纪人手续费、证券交易税

① “信托基金如何应对?”《商业周刊》，1950 年 7 月 29 日，第 52 页。

② 作者根据国家投资公司协会提供的数据计算。

③《投资公司法案》第 18 节 f 条款规定开放式基金不能发行高级证券，因而将此纳入法定范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

和过户费等的费用金额……，这些费用一般在卖出证券投资组合时发生”①。惠灵顿基金保留了计算基金清算价值，并从中扣除经纪人佣金和其他成本的权利。如果有必要清算基金资产，这些费用通常都是要支付的。1950 年 3 月，每一基金股份的扣除额比例大约是 0.5%（约为 1%的 1/2 倍）。埃菲里特基金的章程规定基金公司有义务卖出证券，以获得资金赎回股份，也就是说，可以不选择《投资公司法案》中借入资金的规定。埃克斯·霍克顿基金规定在紧急情况时可以在股东同意的前提下赎回股份，理事会有权选择需要清偿的证券，并评估它们的价值。

规避通货膨胀

……当物价水平上升时，通过投资于市价和收益都不断增长的有价证券，以保持资本的购买力水平……

在美元的购买力下降时，能够保持资本保值和收益回报的大多是对普通股的投资，这已经是基本的经济常识。虽然股票的价值和价格并不必然相关，但普通股的确为投资者提供了比债券和储蓄账户更强的购买力保护功能。因此，那些随着市场变化不断调整投资组合，并且投资组合大部分由普通股构成的共同基金，能使投资者规避通货膨胀的风险，这种观点通常是符合逻辑的。图表 14 和图表 15 以图示数据而非详细论述的形式，说明了这一观点的正确性，作者的论述也是以此为立足点的。

美国哈佛大学经济学教授萨姆纳·斯莱特先生曾经说过，那些建议客户将资金投向储蓄银行、邮政储蓄或者政府债券的投资顾问，“应当承担非常严重的责任”。他声称，正确选择股票应该能合理规避物价的上扬②。按照萨姆纳·斯莱特先生的观点，除非政府发行固定购买力的储蓄债券，而不是发行定额货币储蓄债券，否则，投资于管理优质的共同基金是解决小投资者面临的通货膨胀问题的最好方法。

当然，共同基金提供了比固定利率的银行储蓄和债券更好的方法，来规避购买力下降的风险。根据爱默生 W. 艾克斯先生的调查，在像 1858～1948 年期间的若干个 20 年中，按照成本平均法进行投资，平均投入 1 美元能产生 2.8 美元的收益，充分显示了投资于普通股的价值。成本平均法要求每季度投

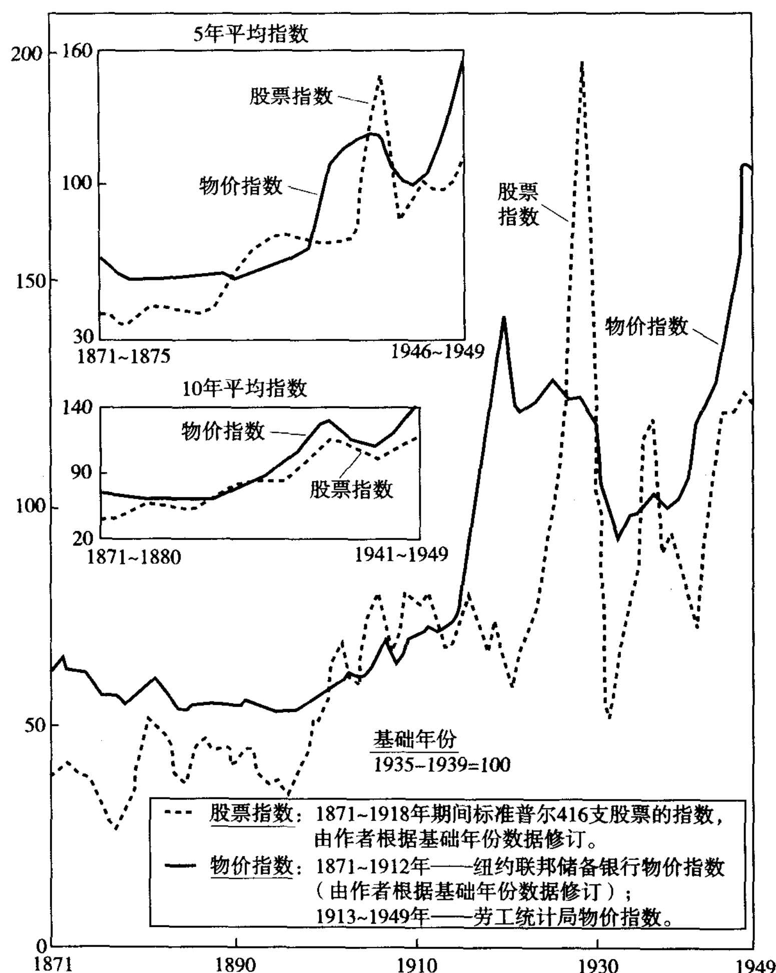
---

① 《招股说明书》，1949 年 10 月 15 日，第 4 页。

② 引自亨利 A. 隆，“开放式基金的成熟”，《信托与财产》，第 89 期（1950 年 8 月），第 606 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资 1 000 元购买普通股票[1]。这一过程使得投资者将投资分散于各个时间点，由图表中 10 年的数据关系可以看出，平均成本法消除了物价水平和股票价格的周期性波动[2]。在市场萧条时期（1918～1938 年），初始投入资金 80 951 美元（加上再投资的股息 56 112 美元），可实现的投资回报是 164 181 美元。市场最活跃时期是 1908～1928 年期间，初始投资 81 015 美元加上股息再投资87 896美元，可以实现投资回报 347 474 美元。两个时期的数据均高于按照当前利率，在 20 年内每年存入储蓄银行 4 000 美元所得到的资金回报 99 594 美元。



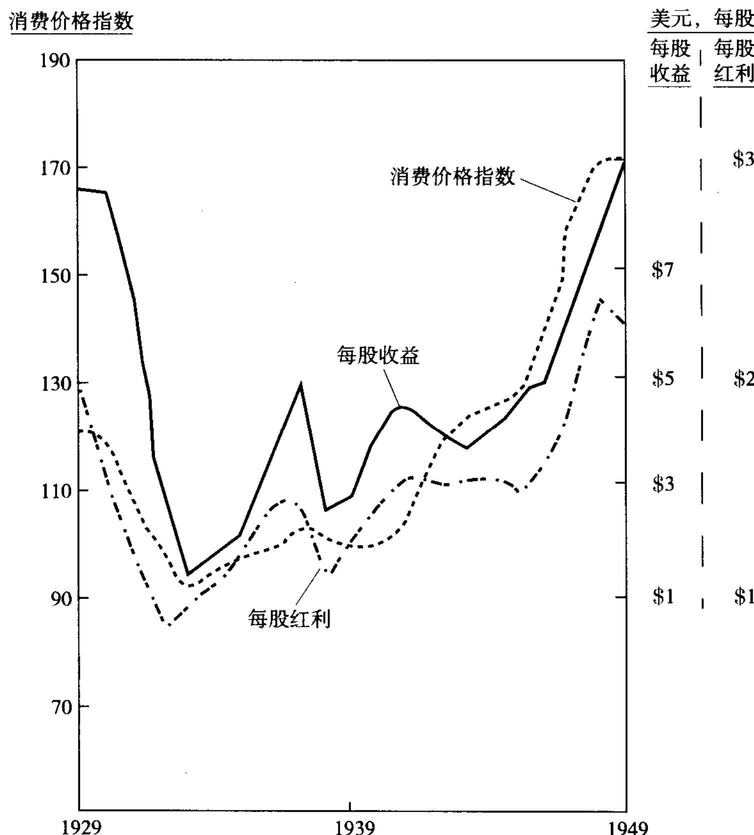
图表 14　1871～1949 年股票价格和物价指数

资料来源：1789～1945 年《美国历史统计数据》，1950 年《美国统计摘要》。

① 爱默生 W. 艾克斯，“权益投资的记录”，《信托与财产》，第 89 期（1950 年 8 月），第 508 页。

② 见图表 14。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图表 15　1929～1949 年股票收益和物价水平

资料来源：1950 年《穆迪公司投资指南》，1950 年《美国统计摘要》。

一些共同基金公司特别愿意投资于能够规避通货膨胀风险的股票。例如，布劳克斯·戴维登股份基金公司声称，即使在例外的情况下，其投资组合中 67.6%的股票也能提供这种保值的功能[①]。不受通货膨胀影响的股票，即基本原材料生产企业的普通股，以及其他一些预期现金收入的增长，能够充分抵消货币购买力下降影响的企业的普通股[②]。其范围包括 1940～1950 年期间，每股净收益增长超过物价水平增长的所有股票。

在信息缺乏的情况下，认为投资于共同基金股份所获得的收入能赶上物价水平上涨的观点，看来是有道理的，其至少能获得比固定利率投资更高的收益。此外，必须提到的是，过去 30 年物价水平的极不稳定，导致了第一次和第二次世界大战期间的物价控制；同时，过去 30 年中证券市场也极不稳

① 戴维登股份基金，"当前普通股投资的测试"，第 1 页。
② 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，特别是1929年市场崩盘前后的10年期间。

基金的销售政策

共同基金为小型投资者提供了诸多的好处，而把传统的市场留给了有价证券，让它们在该领域内创造财富。北大西洋海岸公司将大约69%的贸易收益投向纽约证券交易所，购买了1946～1948年期间发行的10亿美元基金股份中的31%①。全国证券交易商协会的一项调查表明，仅有3个州的共同基金股东数量不足1 000个，它们是特拉华州、内华达州和怀俄明州。共同基金股东数量最多的7个州是：加利福尼亚州、纽约州、密苏里州、密歇根州、马萨诸塞州、伊利诺伊州和宾夕法尼亚州。然而，共同基金投资者数量占总人口比例最高的州是新罕布什尔州和缅因州，纽约州名列第26位，宾夕法尼亚州名列第32位。

除了在新的地域里大量发行外，共同基金还充分利用美国国民收入分配格局的新变化：目前美国只有32%的人口年收入不足3 000美元，而1937年的比例是85%；51%的人口年收入在3 000～7 500美元之间，1937年的比例是7%②。国民收入分配在相当程度上向假定的“平均分配线”移动，1937年以来，国民收入的最高比例从“一边倒”状态向理想的公平状态移动（见图表16）。除了国民财富的重新分配，经济领域的总财富也出现了新的发展：1937年之后，储蓄存款增加了200亿美元，可支配收入增加1 200亿美元，公众持有的流动资产增加了1 070亿美元③。共同基金吸收这些新的财富，一般采用三种方式：销售和分配政策，分期付款以及广告。

除了共同基金发行商的销售力量外，大约还有4 000个场外交易的经销商在销售共同基金。共同基金的销售人员数量是无法进行估计的，有关投资者服务公司的例子可以说明共同基金销售力量的强大，据称该公司在美国和加拿大有1 700名销售人员。在过去10年里，买卖共同基金股份的投资公司的数量不断增加，已经从少数几家发展到超过500家之多，它们可以按照较小的货币单位来交易共同基金股份。共同基金比纽约证券交易所更能将新的投

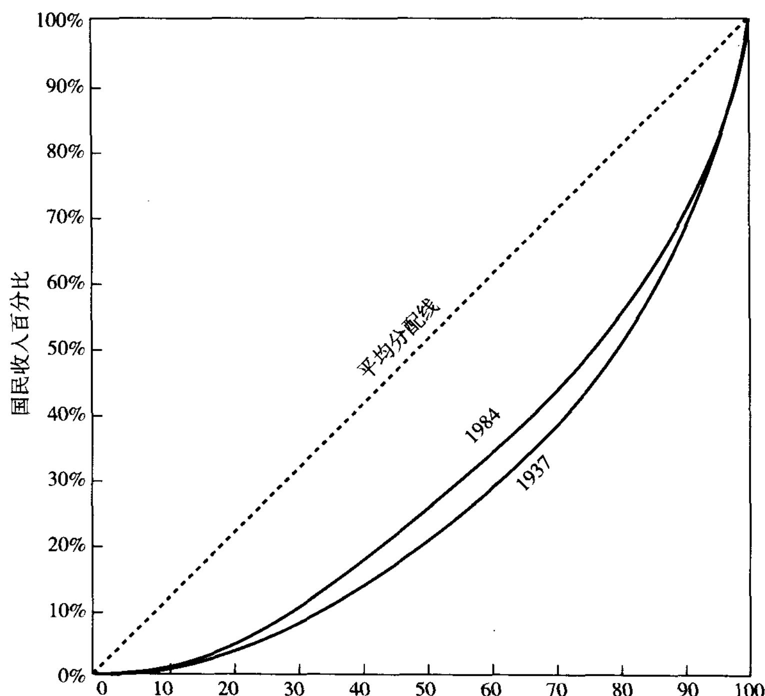
① 引自全国证券交易商协会数据，道森·理查森，“投资银行家协会的演讲”，1949年12月6日（油印件），第4页。

② 开放式基金委员会，“致美国投资银行家协会的报告”（1949），第1页（油印件）。

③ 开放式基金委员会，同上，第1页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

资者引入华尔街，因为其交易佣金非常低，可以留出更多资金支付高额的广告费、宣传费和发行费。华尔街应该感谢这些共同基金，因为“共同基金是华尔街市场上普通股票的最好消费者”①。当然，共同基金成功实现销售和发行扩张的原因之一，是它们提供给经销商和销售人员的便利：经销商可以得到高额的佣金，持续供应的基金股份，并且不需要占用任何资金；销售人员可以得到公开宣告的基金价格，较高的销售佣金以及各种各样的基金说明书和宣传资料。



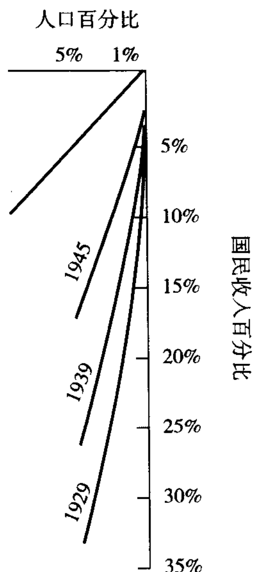
A. 国民收入分配比例与美国人口每百分点增长的关系

图表 16A 收入分配

资料来源 A：1937 年、1948 年《经济年鉴》，1950 年《美国统计摘要》。

① 约瑟夫·梅德尔，“华尔街不销售股票”，《财富》（1949 年 4 月），第 79 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



B. 国民收入分配比例与美国人口增长比例的关系

图表 16B　收入分配

资料来源 B：西蒙·库兹涅茨，乔治 J. 史蒂格勒在有关资本主义的演讲中引用。

图表 16C　收入分配

C. 国民收入的变化（1937 年和 1948 年）

	除人均收入外其他数据均以十亿为单位				
	国民收入	人均收入	个人收入	税收	可支配收入
1937 年	$73.6	$552	$73.9	$2.9	$71.0
1948 年	$226.2	$1 302	$211.9	$21.9	$190.0
1948 年不变价值（以 1937 年货币价值为基数）	$144.3	$833	$135.0	$13.4	$121.6

资料来源 C：1950 年《美国统计摘要》，作者计算。

最近几年，共同基金的分期付款计划得到了推广，主要定位于目前投资金额较小的投资者。分期付款计划在大多情况下是“非契约性的”①。据报道，按照分期付款计划，规模庞大的西海岸公司每月大约新开 400 个账户才能满足要求。分期付款计划付款条件最为宽松的例子，是联邦共同基金公司的“多重购买计划”。该计划的首付投资款仅要求 50 美元，投资者未来付款要超

① 中止支付计划不会受到惩罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

过25美元；付款可以选择在任何时间，付款金额的增加和降低无须提前通知，从而为投资者提供了十分灵活的投资方式。然而，共同基金促销的宣传资料促使投资者同意对其所得到的收益分红自动进行再投资。“埃克斯投资计划”要求200美元的预付定金，每年至少200美元的投资额；麻省投资者信托基金的“累积投资计划”要求250美元的预付定金，未来付款金额需大于50美元；“全国（证券）投资计划”要求250美元的首付资金以及每月25美元的后续付款。在目前分期付款计划和信贷政策宽松的情况下，共同基金充分利用了投资者的付款心理来增加投资者数量，从而扩充资本。

在广告宣传方面，共同基金（以及它们的经销商）已经为出版精美的宣传册和销售资料支付了大量的费用。实际上，这些费用是由基金持有者来承担的，包含在他们支付的销售费用之中。典型的基金宣传资料通常具有很强的诱导性，而不仅仅是信息的广泛性，这可以从基金宣传册的题目中看出：“专业人士的个人投资账户”，“现在妇女们的未来计划”，“美国产业的货币运转”，“投资者的决策时刻”以及“共同基金能为我做些什么?”。所有的媒体——电台、电视、报纸——都在做共同基金广告。由于证券交易委员会对1933年的证券法案作了更为宽松的解释，最近几年电台、电视和报纸的广告宣传力度不断增强。1933年的证券法案部分限制了对新发行股份（共同基金由于无限股本的特点被加以分类）发行公告的广告宣传。然而，在1950年的夏季，共同基金广告却变得异常狂热，在许多方面都存在着误导，因此，证券交易委员会于1950年8月11日发布一项政策指引，由全国证券交易商协会和基金公司的一些经理人员联合撰写。政策指引的限制性规定指出，在许多地方存在基金公司的不适当广告，因此将一些重要的广告语句列举出来是很有必要的。政策指引中将这种广告语句称为对基金销售宣传的“本质误导”：

（1）暗示将保证基金收益的稳定性、持续性、可靠性或者基金的高回报。

（2）暗示将保证投入资本的保值，避而不谈投资过程中存在的市场风险。

（3）提到政府规章时，没有声明其不包括对基金投资决策的监管。

（4）暗示基金赎回的价值将超过投入的成本。

（5）暗示基金股份通常由受托人来选择。

（6）将基金收益与市场平均收益水平相比较时，不说明所选择的收益时期。

（7）对基金的管理能力进行夸大的宣传。

显然，从长远来看，对共同基金广告的弊端进行纠正将有利于整个行业

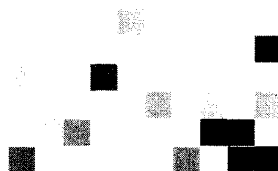
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的发展，因为即使是对投资者无意的误导，也不能使“顾客”满意，从而购买更多的基金股份。

在为个人投资者提供有利条件方面，共同基金已经实现了其经济职能：合理的管理方式、谨慎的多样化投资、较高的收益性、股份的流动性以及规避通货膨胀等特点集中在一起，使得共同基金股份成为中等收入投资者的最佳投资选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章 信托基金和养老金的“储备库”



共同基金在机构投资领域的潜力还未被充分认识，是由于其在信托机构以及州政府法律的许多限制面前无能为力，而并非是共同基金本身的缺陷。无论如何，机构投资者对共同基金股份的投资依然有限，最近的交易数据表明机构投资者持有共同基金股份的数量，大约只占整个共同基金股份总额的 7%，如图表 17 所示。

图表 17　部分共同基金的机构投资者

	麻省投资者信托基金	伊顿·霍华德基金	吉斯通基金	波士顿基金	美国商业股份基金
信托机构					
个人信托	2 115	603	1 151	364	324
银行信托	1 807	98		94	100
非盈利组织					
宗教组织	301	151	138	79	41
医院	199	61	8	46	28
图书馆	56	23	10	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	麻省投资者信托基金	伊顿·霍华德基金	吉斯通基金	波士顿基金	美国商业股份基金
教育组织	122	51	30	17	53
慈善组织	93	—	60	—	—
其他	—	58	73	16	—
其他机构					
保险公司	67	27e	12	15	—
俱乐部，宾馆	109	35	52	45	—
投资公司	44	—	—	—	—
养老金	46	17e	15	14	—
其他	436	50e	310	62	76
机构投资总额	5 395	1 174	1 859	751	622
所占比例：					
股东比例	7%	10%	4%	6%	2%
股份比例	14%	20%	8%	10%	—
e—估计值					

资料来源：招股说明书和销售资料。

机构投资者面临的最根本的问题是，在资本保值的前提下为受益人提供合理的收益。在过去，投资收益大多是通过购买高级公司债券和政府债券来实现，通常认为这种债券投资能够更有效地实现收益目标。然而，这种情形已经发生了改变。在过去 25 年里，两种因素使得债券的吸引力大大降低：债券的收益率从 5%降到 2.5%①；单位货币的购买力降低到了 0.75 美元。因此，机构投资者的收益百分比也降低了 50%，并且由于生活消费品物价水平的上升，使得收益率额外又降低了 25%。

然而，幸运的是，机构投资者可以避免这种两难选择。在债券收益降低的同时，普通股票的收益率却从 4.3%上升到 6.6%，比物价水平的增长率高出大约 10%②。但很多机构投资者却不愿购买普通股，其原因部分由于法律限制，部分由于担心本金的损失。对一些中小规模的机构投资者来说，共同基金可以减轻这种担心：共同基金提供了多样化的投资、专业的管理和合理

① 穆迪的 3A 级债券，见前文图表 10。
② 波特，见上述引文，第 a20 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

的收益，使投资本金免受损失，并使投资价值和收益的增长能够赶上消费品物价水平的增长。

共同基金提供的这些有利条件，如同提供给个人投资者一样。很显然，机构投资者仅仅是单个投资者或者集合投资者的受托人。因而，本章不再列举共同基金投资的种种好处，而着重强调机构投资者对共同基金应用的发展。在众多的机构投资者类型中，我们主要研究两种类型：信托基金，作为共同基金的主要股东，它们发挥着重要的作用（它们占整个机构投资者大概 50%的比例）；养老金，它们在经济生活中的作用越来越重要。

信托基金

信托机构不能处于真空之中，被排除于投资者范围之外。它们必须审视所处喧闹的金融和产业环境，最大程度地发挥作用①。

这段话说明人们越来越认识到信托机构需要加大投资力度，以实现信托的目的和本质。近年来，对信托机构来说，仅仅通过债券投资进行有效的资产管理变得越来越困难。然而，信托基金投资一定比例的普通股（大约占 10%～50%），的确能在保持资本长期安全的情况下，提供合理和充分的收益。事实上，信托机构在目前的税负和物价水平情况下，不可能履行其资本保值增值的责任，除非进行一些普通股的投资。图表 18 说明了收入下降、税负增加以及购买力下降时信托基金的收益情况。

图表 18　投资于公司债券的 10 万美元信托基金的收益水平（不同年份）

	1929	1939	1949
收益率	4.92%	3.28%	2.77%
收益金额	$4 920	$3 280	$2 770
税后收益金额	$4 613	$3 012	$2 253
按照 1929 年不变价折合的收益金额	$4 613	$3 720	$1 630

资料来源：艾耶·哈恩 H.，"如何保持购买力水平?"，《信托与财产》，1950 年 4 月，第 258 页。

对个人信托基金和小型银行信托部门来讲，共同基金能够提供普通股票的投资，作为公司债券和政府债券的补充（普通股基金），或者作为政府债券

① 亚历克 B. 史蒂文森，"开放式基金股份"，第 48 页，引自《卡温森的财产》的法庭判决（1937 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

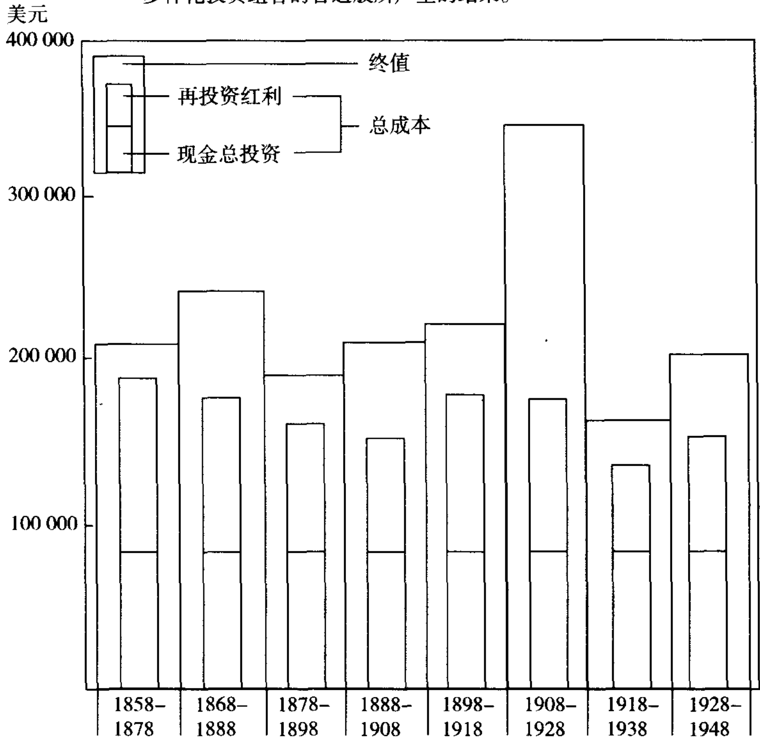
的补充（平衡基金）。信托机构持有共同基金股份受两个条件制约：共同基金的投资质量和信托投资的法律限制。

第一个限制性条件看起来似乎是不现实的：很显然，精心选择的共同基金股份是具有较高的投资质量的。个人投资者作为信托机构的最终受益人，经常广泛地持有共同基金股份，这说明共同基金具有令人满意的业绩。共同基金进行普遍的多样化投资，从而产生相对稳定股份价格和收益；共同基金针对投资组合进行自动的监管和研究；共同基金还能给予信托机构固定的好处，如单一的税收、管理人的地位以及便捷的记录保存。毋庸置疑，如果信托机构对共同基金的目标、政策、历史记录、投资组合进行仔细研究，就能发现符合其信托利益的共同基金。它可以从平衡基金、普通股基金以及特种基金中挑选，选择具有资本保值和收益增加政策的基金，或者选择定位于“单个投资组合符合整个长期投资计划”策略的基金[①]。如果共同基金进行普通股的投资，首要问题就是资本可能无法实现保值。然而，在平均成本法的投资策略下，普通股的多样化组合——如同任何一家基金公司投资组合一样——在长时期内不会发生变动。爱默生 W. 艾克斯提供了这一论断的依据，他对普通股投资的研究结果表明，在不同的 20 年期间内每季度投资 1 000 美元购买普通股，总是能产生比投资成本更高的价值（见图表 19）[②]。

法律限制使得购买共同基金股份的机构投资者的地位变得异常复杂。互不相同的州政府法律使投资共同基金变得复杂，大量有关投资共同基金的司法判决也各具分歧。在信托机构投资共同基金股份方面，只有两点是明确的：当州政府提供法定证券投资清单时，所投资的证券必须从中进行选择，不允许信托机构投资于法定投资证券清单之外的证券；允许投资于州政府法律或信托证书特许的证券。然而，在这两点中仍存在一些不确定性，这一两难选择主要是由于州政府法律规定中存在两种截然不同的投资类型。第一种类型是“法定证券投资清单”型，信托投资要在法定证券投资清单中作出选择，信托机构实际上不允许购买清单中未列出的普通股或者共同基金股份。这种证券投资清单与银行和保险公司的信托形式相同，通常被限定于能满足盈利要求的政府和市政债券、铁路债券以及公共事业债券。第二种类型是“谨慎人投资计划”型，信托机构作出的投资类似于具有正常智力和判断力的谨慎投资者所作出的投资判断，充分关注投资收益和资本安全。目前，大约有 23 个州政府实行“谨慎人投资计划”，如图表 20 所示。

① 施库德·史蒂文斯·克拉克基金，《招股说明书》，1949 年 10 月 3 日，第 3 页。
② 艾克斯，见上述引文，第 508 页，前文第 262 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]



图表 19 股票成本和股票价值

资料来源：爱默生 W. 艾克斯，《信托和财产》，1950 年 8 月。

图表 20 实行“谨慎人投资计划”的州政府

加利福尼亚州	肯塔基州	密苏里州	俄勒冈州
康涅狄格州	缅因州	内华达州	罗德艾兰州
特拉华州	马里兰州	新罕布什尔州①	德克萨斯州
爱达荷州	马萨诸塞州	纽约①	佛蒙特州
伊利诺伊州	密歇根州	北卡罗来纳州	华盛顿
堪萨斯州	明尼苏达州	俄克拉荷马州	

① 涉及信托资产的比例限制。

两种类型的规则见证了跨越一个多世纪的司法判决的演变。在马萨诸塞州 1830 年有关哈佛大学艾默瑞案例的判决中，宣布信托投资惟一的实现方式是“谨慎人投资计划”。而 39 年后，纽约州法庭在凯恩 v. 塔尔博特案例中却宣称有价证券可能不适合信托投资。近年来，“谨慎人投资计划”呈现出逐渐发展的趋势，自从 1943 年以来，13 个州政府已经制定了相关规则。这种趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现的原因是由于以下的事实，法定投资证券清单中预计，投资于高等级债券将产生5%或者6%的收益率，而实际上这一收益率并不能实现。“谨慎人投资计划”的发展对共同基金的重要性可以从以下事实看出，在拥有高比例共同基金股份的14个州中，有13个州实行了“谨慎人投资计划”[1]。

最近法律的发展对投资于共同基金的信托机构的地位进行了更为深入的阐明，其惟一重大的限制——法定授权——也已取得了明显的进展。这对信托机构来说异常重要，因为信托机构不能将这种权利授予他人，它理应是由信托机构自身承担的责任。不管信托机构是否放弃对共同基金的投资选择，非法定授权的问题依然存在。在共同基金的发展中，有关授权概念的重要案例是马歇尔 v. 弗瑞泽案例，[2] 法庭认为，当信托机构购买共同基金的股份时，实际上是授权共同基金履行受托者的管理责任。然而，其他州随后的判决却与此截然不同。1948年，马萨诸塞州的16份遗嘱判决裁定，就信托机构而言，投资于共同基金不构成法定授权。此外，对于将“谨慎人投资计划”应用于共同基金股份和所有其他有价证券，法庭也给予了保留意见。1949年，俄亥俄州第八司法行政区的上诉法庭支持威廉姆 D. 瑞斯案例中遗嘱检验法院的判决，其大意是购买共同基金股份并非是不适当的法定授权，而是信托机构的权利。遗嘱允许信托机构按照自己的判断进行投资，不必受法定投资证券的限制。法庭判决信托机构具有投资股票权利的规定，同样适用于购买共同基金股份。至于州政府的“谨慎人投资”法令，[3] 1949年俄克拉荷马县的区法院声称，信托机构投资于共同基金在某种意义上是在行使法律要求的自由决定权。

除了司法方面的发展，近年来在立法方面也有着较大的进展。1945年，内布拉斯加州第一个宣布信托机构投资于共同基金是合法的。除了对法定投资共同基金规定了特定的投资要求以外，内布拉斯加州的法案严格规定信托机构的最高投资限额为每投资账户的20%。新罕布什尔州在1949年批准信托机构可以将信托资产的50%用于“谨慎人投资计划”，特别允许信托机构投资于合格的共同基金。在这些法令颁布后不久，新罕布什尔州还宣布，当被投资的共同基金满足具有10年以上历史、拥有超过1 000万美元的资产、连续10年分红以及交易费用不超过净资产的7.5%的条件时，储蓄银行可以用5%的储蓄存款购买该共同基金股份。甚至在最近时期，纽约州的立法机构通过

① 作者根据全国证券交易商协会的研究作出的调查，见前文第262页。
② 俄勒冈州判例第159页，第491页，第80页（第2部分），第81页（第二部分）。
③ 第二部分161页，俄克拉荷马州1949年60项法定事项补充。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

一项法案，允许信托资产的35%用于"谨慎人投资计划"，这一法案的意义是广泛的，因为全美信托基金资产中的130亿美元（超过总资产的1/3）分布在纽约州，该州实际上是法定证券投资计划（又称"纽约计划"）的创始者。纽约法案的通过是由于债券本金的安全性并非如预期的那样高，在1928～1940年期间，法定投资清单中大约有8 000万美元票面价值的债券遭到损失。债券收益一落千丈，为满足信托的要求，出售法定投资债券经常加收额外费用，这样就更加降低了投资收益率[①]。

尽管法律的大门不断向信托机构投资共同基金敞开，但一些阻碍的因素依然存在。施库德·史蒂文斯·克拉克基金在1949年对遗嘱律师和信托人员的一项调查显示，66%的信托机构并未投资于共同基金公司股份，只有1/3的信托机构对在信托管理中投资共同基金没有异议。这些信托机构认为以下原因导致它们不投资于共同基金：

1. 成本	28.5%
2. 法定授权	26.5%
3. 管理费用	21.8%
4. 缺少经验	12.9%
5. 不关注	10.3%

然而，调查中68%的反馈意见赞成在本州范围内对投资共同基金进行特殊法定授权。施库德·史蒂文斯·克拉克基金根据调查得出以下结论，只有很少部分涉及以上问题：更多明确的司法判例或者对信托方式更为清晰的语言表述将会增加对共同基金的投资；信托机构对普通股的多样化投资组合特别感兴趣；研究条件有限的公司托管人需要共同基金作为投资工具；有利的立法将使得投资共同基金得到更为广泛的认可。

投资共同基金最多的组织是小型信托机构和个人信托机构。这些组织通常不能支付投资管理和投资账户多样化的成本，特别是在管理费用不断提高、投资账户越来越细分的情况下。实际上，绝大多数个人信托机构的资产不足50 000美元，73.5%的信托资产年收益不足3 000美元，其中的54%年收益不足1 200美元。85%的银行信托部门的资产不足500万美元，其中又有2/3资产不足100万美元。因此，受益人通过小型的信托组织实现的收入增长非常之小，以至于不能配备充足的人员进行直接投资。小型的信托部门和信托组织必须投资于共同基金股份：共同基金可以有效实现较低的管理成本，投资

① "纽约州信托法"，《商业周刊》，1950年3月11日，第111页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合的多样化以及相对适当的收益。为了增加投资账户，共同基金公司在许多情况下，随着投资规模的增大按比例降低成本。

信托组织对共同基金的投资在未来注定会不断增长。随着共同基金逐渐的成长和业绩的提升，随着州政府广泛应用具有深远意义的“谨慎人投资计划”，对小型信托机构投资共同基金的限制仅仅是严格的资本保值要求而已。

养老金计划

现今，美国经济对证券市场具有深刻影响的一种趋势就是普遍实行的养老金计划，与 1942 年的 1 300 家养老金计划组织相比，目前的数量已经超过 13 000 家[①]。共同基金在这一领域的应用，既涉及到年成本与基金公司利润直接相关的利润分享计划，又涉及到年成本相对固定的养老金计划。在很多情况下，二者是并存的，养老金计划提供了基准的最低支付，利润分享计划随着利润增长而增加收益。共同基金能为中小企业的许多养老金计划提供独特的服务，因为养老金计划通常要求非专业化的养老金信托机构无法实现的专业化管理，以及包括股票和债券投资组合的广泛的多样化投资。此外，共同基金具有业绩记录和投资政策，而养老金计划的托管人只能依靠经验来判断。

除了全面应用于养老金计划之外，共同基金还特别适合集中资金，这显然可以从下面一段话看出：

显然，通过共同基金集中资金进行行业投资的方式需要加以详细调查和研究。坦率地讲，共同基金像是为社会公众的养老金量身定做的投资方式，养老金将其不断增加的资金进行投资以获得实际收益，从而保护社会公众的利益。从集中资金的角度来看，共同基金是养老金理想的投资介体，因为其能够独立选择合理的投资，不受任何行业管理规定的约束[②]。

正如信托基金一样，养老金面临的首要问题就是通货膨胀。目前，养老金的固定收益往往是以不变价值来预计的，而在过去 10 年里则统统是以可变价值预计的。由于无法预期未来美元币值不变，养老金有必要进行直接投资。这种投资日益的重要性预示共同基金将远远超过目前的 184 个雇员收益计划

---

① 惠灵顿基金，“养老金计划中的开放式基金”（出版于 1950 年 9 月），第 1 页。

② 亚历山大 S. 利浦赛，“企业中的劳动合伙关系”，第 16 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金的总数，其股份总价值已经超过了 400 万美元①。同样如信托基金一样，养老金面临的第二个问题是日益下降的债券收益率，以前的高收益可能已经一去不返。养老金面临的第三个问题是公众寿命越来越长的统计迹象。养老金不得不在更加长的时间段内支付，现在一个 40 岁的男子预计将能活到 73 岁，而在 1937 年只是预计到 71 岁，1868 年只有 68 岁的预期②。因此，养老金不但要面对更低的投资收益率，还要面对不断增加的成本支出。

养老金计划的类型非常广泛。1946 年中期，国内税收部列出了约 9 370 家正式的养老金计划，如图表 21 所示。

图表 21　养老金计划的类型

类型	数量比例	参加人员比例	单个计划的平均参加人员数量
个人保险类型	44%	6%	49
企业年金类型	16%	24%	602
信托养老金类型	7%	52%	2 900
混合类型	6%	8%	496
利润分享类型	27%	10%	146

资料来源：惠灵顿基金公司。

可以看出，大多数公司都有自己的保险合约或者年金合约。然而，规模较大的公司更青睐信托基金类型，因为这类公司的雇员养老金规模庞大，有足够资金进行精确的投资估算。由于投资政策由信托合约控制，信托基金类型非常灵活，在信托合约没有限定投资于固定项目或者政府债券的情况下，还可以投资于共同基金股份。而养老金规模较小时，就无法承担投资多样化组合和投资管理的费用。对缺少大规模资金和稳定收入来源，因而不能保证每年养老金数额的小公司来说，最适合的养老金类型是利润分享型。公司每年支付给信托机构固定比例的利润（附有最高额限制）。在这种情况下，投资共同基金股份就能实现对资本有效的监管，组合防御风险的多样化投资以及保证合理的收益。

如今，投资普通股的吸引力已经超过了持有风险，这可以从 20 年期间每年投资 120 000 美元于不同的三个投资品种所得到的收益结果看出（见图表 22）。

① 达德利 F. 凯特斯，“开放式基金投资”，《信托与财产》，第 89 期（1950 年 5 月），第 329 页，占行业资产达 75%的 22 家开放式基金公司的数据。

② 惠灵顿基金，“养老金计划的基本原理”，第 5 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图表 22　三种投资品种的回报：1929 年 12 月 31 日～1949 年 12 月 31 日

	道琼斯平均指数	保险型年金	政府债券
投资金额	$2 400 000	$2 400 000	$2 400 000
收益金额	1 593 375	$874 500	$708 258
收益率	5.06%	3.15%	2.65%
基金价值：1949 年 12 月 31 日	$5 323 874	$3 274 500	$3 108 258
收益率	7.72%	3.15%	2.65%
红利再投资实现价值	$6 769 177	$3 502 376	$3 251 824
收益率	9.86%	3.81%	3.08%
净收益率	182%	46%	35%

资料来源：威森·鲍格勒，《共同基金》，1950 年，第 56 页。

需要解释的是，市场指数在这一期间出现了很大的波动，进行普通股投资时的市场指数是 248，而在投资结束时市场指数只有 200。然而，普通股投资的数据表明其收益大约是其他投资品种的 4 倍。

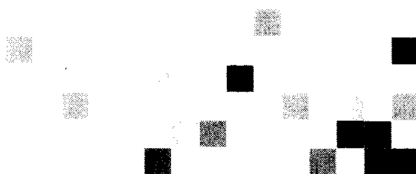
养老金投资的理想方法是平均成本法。平均成本法要求在固定期间购买固定金额的股票，而不考虑购入时的成本。这样，当市场指数下跌时，可以获得更多的股份；如果市场的长期趋势是上升的，不管市场是否波动，购买股票的平均成本将低于平均价格。比如，养老金可以按季度购买共同基金股份，这样就解决了投资时间的问题。投资品种选择的问题实际上也可以由共同基金投资组合的多样化来解决。

当然，养老金投资问题的理想解决方式是股票投资和债券投资相结合。惠灵顿基金公司建议以下的投资组合较为理想：从安全方面考虑，可以将资金总额的 37.5%投资于政府债券，12.5%投资于公司债券；从收益方面考虑，可以将资金总额的 20%投资于优先股，30%投资于普通股。这样的投资组合可以实现平均 3.76%的收益率。对于美国财政部批准的养老金计划，其投资收益以及资本收益都是免税的，因此普通股投资对养老金而言比对信托基金或者个人投资者更有价值。由于该种投资组合的收益比债券投资收益增加 1.25%，更高收益率产生的税收减少估计将使养老金成本降低 30%。

由于目前对养老金计划的投资规模尚未有严格的限制，预示着将来对共同基金股份会有相当数量的投资，同时也可能会组合一些债券投资。特别对一些小公司的养老金计划和利润分享计划而言，谨慎投资问题的解决方案——以较低成本实现资本保值和合理收益——就是投资共同基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 权益资本的来源



前面我们阐述了共同基金为个人投资者及小型信托机构所实现的职能。但除了向投资者提供兼具安全性和盈利性的投资以外，共同基金还可能将由此获得的资本收益投入经济用途，因此可以发挥更多的作用。然而，在大多数情况下并非如此。作者认为，一些共同基金资本现有的明确用途之一就是投向风险资本领域。证券交易委员会于 1942 年向国会呈交的报告中明确指出了这一需求：

显然，如果共同基金坚持仅从事买卖已发行优质证券的业务，其最多仅能实现最有限的功能，而无法凭借对大规模资金的控制发挥最关键、最重要的作用。共同基金几乎将所有资金投资于市场上的优质证券，尽管它也为希望投资于普通股的投资者提供一些服务，但传统政策并未认识到这些机构能为国民经济带来的真正贡献。由于产业的资本需求，尤其是小规模产业和风险产业，在获取扩张发展所需的资本方面存在困难，共同基金却无法在这些融资业务上发挥更重要的作用，使其在国家经济发展中所能起到的作用和意义深受质疑。

本章的目的在于探讨经济中风险资本的需求，能够满足这种需求的各种机构以及其各自的局限性，共同基金参与风险投资领域的两大实例，以及共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同基金在风险投资领域的未来发展。

权益资本需求

经济的成长需要大量商业资本的投入。在美国的经济社会中，资本的需求通常通过三个主要渠道来解决：留存收益、借贷和发行定期还款的债券，以及发行股票。然而近年来，在股权出售的股本市场存在着两种严重的混乱情况：大型商业企业不定期的高额债务融资和小型商业企业的资金短缺。这两种情况都体现了企业股本权益的缺乏。

统计数据也证明了股本权益缺乏现象的存在。1929 年股票发行金额占新设企业融资金额的 50%，而 1946 年仅占 12%，1947 年和 1948 年所占比例分别为 10.5%和 8.1%①。在 1939～1948 年间，制造厂商的负债金额提高了 138%，而股民所持的股票金额仅增加了 76%②。通过公开市场股票发行所增加的商业资本，也由 1925～1929 年期间的年新增 15 亿美元降至 1936～1937 年期间的 5 亿美元。在小型商业企业的股本需求方面，1935～1939 年期间发行了价值 1.85 亿美元的股票，小型商业企业仅发行了其中的 5 200 万美元（每笔发行不到 100 万美元），在 670 个拟发行股票企业中，没有发行成功的企业占了 36%。

股本权益短缺的可能原因包括债券利率的下跌（部分源于美国财政部保持政府债券低利率的政策）以及“罗斯福新政”时期的税收政策，它在一定程度上将国民收入重新分配给那些不习惯于资本投资③，宁愿将资金存入金融机构的人们。债券融资的巨大吸引力还在于债券费用可以在税前抵扣，以及债券可能向机构投资者募集，从而节省时间和费用。

然而，留存收益和发行债券的企业融资形式也遭到了反对。就前者而言，由于无法通过资本市场确定向企业配置的资金数额，因而在某些情况下，企业的资本积累无须通过合理性论证。企业近期的留存收益比例越来越大，1929 年分配给股东的利润比例为 66%，1939 年为 75%，而 1946～1948 年期

---

① 经济报告联合委员会投资小组委员会，《私人投资的规模和稳定性》，第 9 页。

② “股民是否必不可少？”《商业周刊》，1950 年 3 月 18 日，第 118 页。

③ 1950 年的消费者财务状况调查显示仅有 10%的收入（每年不到 7 500 美元）购买普通股。《投资交易商文摘》，第 17 期（1951 年 3 月 5 日），第 46 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间仅有 40%[①]。首先，企业留存利润的金额事实上已经占了 1948 年投资总额的一半。其次，留存收益当然并不存在于新设企业；再次，留存收益是一种不定期、不稳定的资本来源。反对发行定期还款债券的理由包括财务缺乏弹性，以及由此造成的资金集中支付，而且定期偿付的利息费用可能导致新设企业在获得充分的盈利机会之前就破产倒闭。此外，企业发行高级债券必须具有充足的股本金。1946～1948 年间企业新增的债务为 148 亿美元，相对而言仅 36 亿美元的新股发行远远不够[②]。而另一方面，企业的股本融资具有以下的优势：企业股本的扩张取决于购买新股的投资者；股息的支付以企业盈利为前提，具有较大灵活性。另外，普通股向投资公众提供了从行业经济增长中获利的机会。

大量的流动资金集中于机构投资者的手中，他们一般将资金投资于高级债券。1948 年的流动资金共计 1 680 亿美元，其中 120 亿美元存放于存贷机构，500 亿美元存放于人寿保险，190 亿存放于共同储蓄银行，350 亿存放于商业银行，30 亿存放于邮政储蓄，490 亿投资于美国储蓄债券[③]。因此，由于缺乏充足的财力支持，企业的发展前景、技术创新和先进工艺都将面临失败。社会经济体系如果要时刻保持活力、实现充分就业和维持高效生产，风险投资资本就不可缺少。然而，新企业的发展和老企业的改造均存在着内在的风险，使得机构投资者对风险投资采取了回避的态度，尽管他们拥有的资源足以提供资本并分散风险。因此，机构投资者应重新审视“……当前需求和形势下的传统政策。”

满足权益资本的需求

四种类型的投资者能够缓解企业对股本权益的需求：个人投资者、保险公司、政府机构和共同基金。显然，提供风险资本的责任并不固定于某一类型投资者身上，但各种类型的投资者可能都应该根据各自的能力分摊部分责任。

首先，个人投资者。这些拥有大量资金的投资者对延续至 1930 年的经济

① 沃特·苏尔兹巴奇博士，“权益融资的下滑”，《巴隆》，第 30 期（1950 年 3 月 20 日），第 9 页。
② 美国人口普查统计局，《1950 年美国统计摘要》，第 425 页。
③ 同上，第 401 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本扩张功不可没，但他们却无法继续对经济扩张作出贡献。个人投资者必须对收益所得缴纳高额的税费，使得他们不愿再进行风险投资。投资小组委员会在提交国会的报告中举例说明了税收的作用。图表 23 显示了公众的投资意愿大幅降低。图表 24 表明高收入者的投资能力也有所下降。

图表 23　不同收入水平下的投资回报

年收入	$10 000	$50 000	$200 000
投资额	$10 000	$10 000	$10 000
公司利润：	$1 000	$1 000	$1 000
公司税费	$308	$308	$308
分配红利	$620	$620	$620
所得税	$205	$409	$508
所得税比率%	33%	66%	82%
税后收益	$415	$211	$112
投资回报率%	4.15%	2.11%	1.12%

资料来源：投资小组委员会，引自第 30 页。

图表 24　税收和通货膨胀对 25 000 美元以上年收入的影响

	1929	1949
申报数量	111 000	174 000
应税所得	$8.6billion	$9.5billion
税后收益总额	$7.6billion	$4.8billion
税后平均收益	$68 239	$27 623
平均收益（以 1929 年不变价________计算）	$68 239	$19 787

资料来源：《销售管理》，1950 年 2 月 11 日，第 69 页。

投资小组委员会的报告还揭示了高税率所导致的结果，并指出高收入投资者已转向投资政府债券和市政免税债券：1949 年 6 月 30 日，个人（大多为高收入群体）持有 43%的已发行政府债券和市政债券。说服高收入投资者进行风险投资的惟一办法就是减税，如果不能从整体上减少所得税，至少应该减轻股票收益的双重税负。但这种税收减免目前看来完全没有可能。

当高收入阶层因为税收遭受损失时，低收入阶层却因此而获得利益。1948 年国民收入的 65%转移到了年收入不到 10 000 美元的低收入阶层手中。然而，我们不能指望低收入者拿出为数不多的储蓄资金直接进行风险投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管未来间接风险投资的形式将成为可能，但就目前而言，

……由于尚未建立相应的投资资金引导机制，低收入者的储蓄资金并未形成新的风险投资。

但投资小组委员会的两名成员认为：

……应采取一些有效方法，引导个人投资者的储蓄资金进入信托投资或共同基金领域（它们将资金投资于不同的行业），以分散投资风险，任何个人投资者都不愿意遭受由于单项投资的失败导致的全部资金损失。

我们将在以下就这一问题进行探讨。

有关人寿保险公司的权益资本投资使得问题变得复杂化。人寿保险公司庞大的资产规模——1949 年为 573 亿美元，并且每年以 30 亿美元的速度增长——显示了其在股权投资领域具有潜在影响，但迄今为止人寿保险公司在这一领域的投资金额却一直微不足道。然而，人寿保险公司通过私募形式购买的债券却数量可观，据说已经吸纳了近期发行债券的绝大部分。但由于严格的法律规定所导致的保守投资政策，人寿保险公司投资于普通股的资产比例不足总资产的 0.5%。甚至这些少量的股票投资可能也都集中于知名的大企业。为了使人寿保险公司提供更多的股权投资，必须对相关的国家法律进行大刀阔斧的修改，从而改变人寿保险公司极端保守的财务政策。按照这一思路，人寿保险公司将能提供最高比例为 5%的普通股本投资。

政府在提供产业权益资本中所起的作用不甚明朗，并且可能成为潜在的危险因素。投资小组委员会建议扩大复兴银行公司的规模，使其能满足小企业的特殊需求，提供期限更长的商业贷款。投资小组委员会的其他建议还包括对小企业贷款和股本投资，以及联邦住房管理局的合作商业贷款机构的政府保险。虽然该建议的采纳，无疑将能增加小企业的资本供应，但任何的政府支持都普遍存在固有的困难①。投资小组委员会承认这一事实，声称政府不仅无法胜任风险投资方面的管理，而且几乎帮了倒忙。

政府并不知道如何才能使风险投资企业取得成功，而且缺乏坚决拒绝或者清算企业的措施，尤其当……这些决策可能会面临着行政或政治方面的障碍时。

股本权益的另一个潜在来源是封闭型基金。无须多言，尽管不可赎回的封闭式基金股份比共同基金更能提供股本投资，但近年来其资产规模不断萎缩，从而削弱了其投资的潜力。此外，封闭式基金通常具有定期偿付的责任，

① 参议院银行小组委员会近期对复兴银行公司（RFC）影响力的调查，使得这些困难成为人们关注的尖锐焦点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果风险投资的比例过大，就可能导致无法履行这一义务。然而，封闭式基金可以同共同基金一起发挥其经济效用，我们将在下面对这一内容进行探讨。

共同基金和权益资本

共同基金有可能成为权益资本的来源，主要出于以下的多种原因：首先，由于共同基金的投资组合大部分由普通股构成（80%～90%），通常认为这是提供风险资本最经济稳妥的方法；其次，因为共同基金拥有经营能力、研究设施、资金来源和训练有素的团队，从而能对风险项目进行调查；再次，共同基金的投资分散化能将任何单项投资的风险降到最低；第四，共同基金拥有不断增长的资本，在社会经济中的重要性日益增加。

然而，在过去共同基金参与风险投资领域受到了一定的限制。尽管《投资公司法案》尽量避免对共同基金的投资政策造成影响，但仍存在一定的限制作用：法案第 12 节 c 条款项限制了证券承销金额；第 12 节 d 条款指出共同基金持有其他（风险）投资公司已发行的有表决权股票比例不得超过 3%；第 10 节 a 条款设定上述限额为投资组合的 75%：投入任何一家公司的资产比例不得超过 5%，持有任何发行公司有表决权股票比例不得超过 10%。这些限制性规定的意义在于，共同基金投资于风险企业通常抱有一定的管理影响的目的，希望在新企业成长初期对其实施管理控制。虽然这些限制性规定并不重要，但在州政府级别上却有非常重要的限制作用：根据许多州政府“蓝天法案”规定，共同基金公司不得购买存续期不超过 3 年企业的股票。最近，俄亥俄州、新罕布什尔州和明尼苏达州修改了部分条款，不再适用 5%的基金资产投资比例限制。全国证券委员协会在 1945 年会议上一致通过了赞成各州修改这一条款的决议。

比法律规定更为重要的是，许多共同基金公司自行设立了资产组合管理规定，对证券承销、投资于存续期在 3 年以下的企业、购买任何企业 10%以上的已发行股票以及购买非上市的股票作出了限制。除了这些限制性规定以外，共同基金通常认为风险投资违背了股东的最大利益，在许多情况下股东期望仅投资于优质证券。与这一看法同时存在的另一观点是，共同基金通过将其股东的资金投入证券市场，为风险资本市场提供服务。通过这一方式，市场上的优质证券将保持良好的状态，从而为新股的发行提供良好的市场氛围。虽然这一观点合情合理，但却非常消极，不能成为回避风险资本领域的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

充分理由。

然而，共同基金的可赎回特点却是回避股本投资的重要原因。非优质性证券，尤其是非上市证券估值的困难，以及随之而来清偿的困难（除非承担相应的损失），意味着共同基金最多只能持有较低比例的风险资本。共同基金的每日资产定价系统也意味着如果将市场价格作为资产组合价值的合理标准，那么只能将小部分资产投资于无法确定市值的证券。

最后，共同基金的税收制度也阻碍了它们持有更多数量的风险资本。共同基金对资本利得分配的必要性，使得风险资本股份将被出售，这样会急剧减少共同基金的营运资金。

由于以上这些原因，共同基金在过去往往止步于风险资本投资领域。1927～1937 年间的数据显示只有不到 1%的共同基金行业资产投资于新证券。虽然共同基金的确购买了 4 567 笔新发行证券，但其中 2 245 笔是通过行使配股权和选择权购买的，从而使 1%的数字显得更为无足轻重。

然而，上述的种种原因都有削弱或消除的可能性，而且共同基金已有两度进入了股权市场的先例：其中的一例是美国研究与发展公司，这是一家封闭式风险基金公司，将其股份出售给了众多的共同基金公司；近期的一例是附属燃气设备公司，这家公司将其新发行的普通股私募销售给了部分共同基金公司。

美国研究与发展公司

美国研究与发展公司是惟一一家进入风险投资领域的公司，成立于 1946 年 6 月，由一批公众人物创建，包括美国佛蒙特州参议员拉尔夫·佛兰德斯，麻省理工学院院长卡尔 T. 康普顿和麻省投资者信托基金董事长迈瑞尔·格瑞斯伍德。美国研究与发展公司①的投资政策是鼓励风险资本进入产业，资助企业发展，并购买那些无法上市企业的股票，将其资金用于科学研究、工程学研究、产业经济或商业研究，同时将任何一家企业的投资金额控制在其资本总额的 10%以下。

美国研究与发展公司的主要目的是将金融机构的巨额储蓄部分用于风险资本市场，因此它邀请了众多共同基金公司、人寿保险公司、封闭式基金和

① 以下称 AR & D。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高等院校进行参与投资。该公司目前的股东名册中包括以下机构，它们持有美国研究与发展公司发行在外股票总数 177 000 股的 40%左右：

麻省投资者信托基金（14 615 股）
联合投资信托基金（2 000）
投资者共同基金（8 000）
麻省投资者第二信托基金（6 000）
约翰·汉考克共同人寿保险公司（10 000）
住宅保险公司
麻省理工学院
宾夕法尼亚大学
罗切斯特大学
赖斯大学
亚当斯快递公司
美国国际公司

公司的成立需要若干法律操作程序。首先也是最重要的程序是，证券交易委员会授权对《投资公司法案》第 12 节 e 条款的豁免（与《投资公司法案》第 6 节 c 条款下的权力相称），即允许共同基金持有另一家投资基金公司 3%以上的有表决权的股票，其前提条件是后者设立的目的是提供产业风险资本，并且其所有的股份都面向注册的投资基金公司发行①。证券交易委员会放弃了这一规定，同意美国研究与发展公司的融资金额中至少有 1 500 000 美元来自机构投资者。法案的第 12 节 e 条款的其余部分规定了投入风险企业的股票限额，风险企业中任何共同基金的资产不得超过 5%，风险企业的最高资本限额为 1 亿美元。其次，由于随后没有出现资本认购，证券交易委员会豁免了法案第 14 节 a 条款对风险企业的限制，即初始净值不低于 10 000 美元的要求。

法案第 12 节（e）条款似乎专为提供风险资本投资而设立，因为其中逐字逐句都针对从事承销、提供产业资本、资助成长型企业、购买无法上市的发行公司证券等业务的公司。

证券交易委员会所属的投资信托研究协会法律顾问戴维·谢克，在其发

① 该项本身是法案第 12 节 d 款 1 条 的一种例外情况，该条要求开放式基金不得持有另一家投资基金公司 3%以上的已发行的有表决权的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言中也证实了这一点。在1940年调查庭的发言中，戴维·谢克指出由于共同基金必须保持其流动性以赎回股票，而这一赎回需求又无法预测，因此封闭式基金公司有可能和大型共同基金公司联手共同建立大规模的风险资本基金，从而得以参与法案（《1940年投资公司法》）所规定的公司类型①。

美国研究与发展公司有四个方面的业务：

寻找新的投资项目，分析投资项目，设立并协助联营公司运作，以及为公司（AR & D）获取更多的资金②。

美国研究与发展公司主要的投资目标在于那些年销售额预计在500 000～2 000 000美元的公司，以及发展具有商业可行性的技术以及具有最佳盈利前景的产品。该公司试图向每家联营公司的董事会派出两名董事会成员，在提供管理建议的同时实施一定的控制。美国研究与发展公司在许多情况下拥有联营公司控制股权，并持有相关的票据、债券和优先股。

由于所有的风险企业都存在着固有的风险，美国研究与发展公司按照不同区域、程序和公司，进行高度分散化的风险投资。图表25列出了其目前持股的19家公司的名称。

图表25　美国研究与发展公司投资的部分企业

名　称	工艺产品	地域	占AR & D资产的比例
特殊产品公司	蒸汽除油	克里夫兰	4.1%
高压电工程公司	发电机	剑桥	6.5%
同位素示踪物实验室	放射能	波士顿	7.7%
贝尔德协会	光谱纯溶剂	剑桥	9.5%
杰特赫特公司	加热装置	新泽西州，恩格伍德	7.5%
斯奈德化工公司	胶粘树脂	康涅狄格州，贝瑟尔	3.3%
科特尔公司	冷冻虾	德克萨斯州，普拉休斯	11.3%
卡隆产品公司	塑料	克里夫兰	5.8%
岛屿包装公司	金枪鱼罐头	美属萨摩亚	0.9%

资料来源：1950年第5次年报。

1949年末，在美国研究与发展公司投资中，有6个项目盈利，4个项目盈亏平衡，2个项目亏损，7个项目仍处于开发阶段（见图表25（a））。

① 证券交易委员会，《美国研究与发展公司》，档案号#812～440，第9页（油印件）。
② 1949年第4次年报，第6页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图表 25（a） 美国研究与发展公司的年终资产和年度净损失

	1946	1947	1948	1949	1950
总资产（百万）	$3.4	$3.6	$3.3	$4.3	$4.7
净损失（千）	$37	$55	$44	$38	$18

资料来源：1950 年第五次年报。

由此可见，美国研究与发展公司似乎是朝着正确的方向前进。尽管这还远称不上惊人的成就，但公司的资产在不断增长，亏损在不断萎缩。如果能组建更多类似的公司，共同基金行业作为一个重要的促进因素将在经济增长中发挥更好的作用。

附属燃气设备公司

正如美国研究与发展公司代表了共同基金进入新的权益资本市场，附属燃气设备公司也标志着共同基金开创性地进入了企业的股本增资领域。该大型住宅供暖设备厂商发行了总价 2 130 000 美元的普通股，组织发行的承销商为雷诺兹公司，在 1949 年 12 月 31 日到 1950 年 3 月 8 日期间，它将所发行的 200 000 股以 10.65 美元的价格出售给 6 家共同基金公司，包括投资者共同基金、投资者股票基金、基础型投资者基金、投资者管理基金、国民投资者基金、布劳克基金。

对于雷诺兹公司披露的这一信息人们存在着诸多不满，因为这不仅违反了客户保密原则，而且致使证券交易商埋怨参与投资的基金公司侵占了前者的职责，即在市场上配售新股。虽然一些共同基金公司拥有自己的零售机构，但大多数基金公司主要依赖于证券交易商进行股票零售。因此，交易商的批评可能会阻止未来此类交易的发生，因为共同基金不能失去这一与投资公众相联系的重要渠道。

附属燃气设备公司股票的承销在许多方面令人回想起保险公司的债券私募，因为其在公开发行股票时无须在证券交易委员会注册费用和等待时间。这可能说明了共同基金越来越愿意承担经济责任（在英国正是如此），以及共同基金通过购买发行的证券来满足已设立企业增资需求的新政策。另一方面，更为可能的是，这体现了共同基金以低于市场的价格购买大宗场外交易证券的愿望。

股票发行所筹资金使附属燃气设备公司发行在外的普通股增加了 20%左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

右，该部分资金将与同时发行的110万美元债券一起用于该公司（1 900万美元资本）位于印第安纳波利斯一座工厂的设立、工厂设备的采购以及营运资金的补充。凭借着股票和债券发行以及业务扩张的效应，该公司的股票价值由3月3日的11.25和3月9日的12.25上升到3月18日的13.25。

前所未有的面向共同基金私募股票的发行方式有待于进一步发展后才能作出评判。但就目前而言，这似乎只是共同基金在有限程度上履行的融资功能，不会也无法威胁投资银行家及证券交易商的存在。

共同基金在权益投资领域的未来发展

经济政策认为，大量的储蓄资金将来自于中等收入阶层，他们的确对投资的安全性比对高风险的收益更为关注。这就需要金融机构将这些储蓄资金转变为风险资本。我们应该研究全国性或地方性共同基金在提供风险资本和分散风险方面的经验。设立能够有效引导私人储蓄进入风险投资领域的其他类型机构的可能性，以及政府能给予多大程度的推动，都有待全面的探讨①。

共同基金在未来似乎必然会继续加强权益资本投资的职能，尤其随着其行业规模的不断扩张。然而，为了进一步促进共同基金的扩张，进行一定的法律修订可能会有所裨益。无需冗述，其中最为重要的法律修订可能要算税收政策的修订。首先，美国研究和发展公司的股东可享有与其投资基金而成为证券组合直接所有者同样的待遇（即获得与共同基金的股东同样的权利和义务）；其次，共同基金可保留一定比例（可能是25%）的已实现资本利得的并享受税收优惠；再次，建议修改《1940年投资公司法案》，特别允许对存续期在3年以下企业的资产进行5%左右的投资，包括新的风险投资和股票承销。最后，相互投资公司的持股规定应适用于将风险企业50%的股票出售给共同基金的情况，而不是目前法律规定的100%。显然，这些改变绝不会损害股东的利益，正如本文第1章所述，如果风险投资的所有资金投入政策都在招股说明书中列示，并注明比例限制，那么投资者就会一目了然。

然而，即使对权益资本投资大开方便之门，资金是否就将投入风险领域仍然存在很大的疑问。显然，它们需要利润驱动的引导，而不是任何出于社会需要的利他目的。虽然精心挑选和风险分散的权益投资看上去肯定能在长

---

① 《总统经济报告（1949年）》，第65页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期内提供不菲的收益，但投资公众仍倾向于回避此类投资。为了论证这一论断，这里对加尔文·布劳克公司管理下的两支共同基金进行研究。戴维登股份基金的投资政策主要侧重于通过广泛的、分散化的普通股投资取得相对较高的收益[①]。

这支相对较为保守的基金是布劳克公司的经济支柱，总资产达 7 970 万美元。加尔文·布劳克公司还管理了一支“增长型”基金，即布劳克基金，其政策主要侧重于投资具有增长特性和升值可能的企业，这些企业可能并不知名，但确实具备远高于平均水平的成长潜力或周期发展的潜力[②]。

公众在这两支共同基金投资政策之间的选择体现在两支基金总资产的差异上：布劳克基金的总资产为 690 万美元，仅占戴维登股份基金资产规模的 9%。因此，在共同基金能进入风险领域之前，它们必须首先得到公众的认可。

总之，作者将在以上倡导的法律改革的前提下，概述通过共同基金媒介提供股本权益的三种可能方式。首先，在已设立企业的增资中，通过联合承销进行私募似乎较为令人满意。每家基金公司可提供一小部分资产参与其中（附属燃气设备公司的配售要求每家基金公司提供不到 1%的资产），而且基金公司的研究部门显然不必过度的分析发行企业的状况。其次，对于新设企业的融资，有两种方法可供选择：共同基金可组建其他一些类似于美国研究与发展公司的封闭式基金公司，将其有限的资产投入到这些具有法律特定目的的公司（麻省投资者信托基金以其 0.01%的资产提供了美国研究与发展公司的资本）；或者共同基金可组建一家联合出资研究团体，该团体可能处于国家投资公司协会的管辖之下，拥有研究新企业所必需的技术和经济技能，之后单个基金公司可以根据该团体所提供的信息进行风险资本投资。此类专业性团体在项目研究方面能发挥重要作用，它们需要拥有当前的行业信息，了解过去和特定领域内的发展状况，关注行业竞争问题，对技术、设计、生产、营销和顾客习惯的未来趋势和演变进行研判[③]。

再次，有可能将增资和风险融资的职能合并于一支风险资本基金中（类似于专门基金），在保持可赎回性的同时要求管理层评估其持有的风险股本名义价值，以防止它们在股份赎回时出售风险投资资本。这是风险基金可能成

① 戴维登股份基金，《招股说明书》，1950 年 8 月 28 日，第 1 页。

② 布劳克基金，《招股说明书》，1949 年 10 月，第 1 页。

③ 贺瑞斯 S. 福特（AR & D 的司库），《致经济报告联合委员会投资小组委员会的声明》，1949 年 12 月 12 日，第 2 页（油印件）。

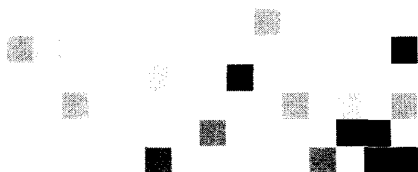
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:[redacted]

为共同基金的惟一途径，但如上所述，共同基金没有道理不支持封闭式基金。

由此可见，共同基金可通过向新设立企业提供风险资本，向已设立企业提供增资证明其经济职能。只要将这类投资政策明确传达给基金投资者，那么就不会存在对该政策的强烈反对，尤其在投资者购买这些基金股份以支持这一投资目标的情况下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章
对企业管理的影响



很显然，尽管共同基金从未对其在投资组合中持有股份的企业进行控制，但并不意味着其在必要时候不对企业的经营政策施加影响。证券交易委员会在 1940 年提交国会的报告中，呼吁共同基金公司：

就其投资的企业范围内，代表广大不善表达、效率低下的个人投资者利益方面发挥有益作用。

共同基金比一般股东拥有更多财务知识和管理知识，从而能对被投资企业发挥更有效的影响。共同基金注定要实现这一重要的经济职能。

在共同基金领域内，对被投资企业完全控制是不可能的，因为《投资公司法案》规定基金持有任何企业已发行的有表决权股票不能超过 10%，投资任何企业的资金不能超过共同基金资产的 75%，任何个人（或公司）分配拥有的有表决权股份不能超过 25%[1]。出于保守的理财政策，或者州政府的法律限制，大部分共同基金公司对投资金额限定为资产总额的 10%，而不是 75%。例如埃克斯·霍克顿基金，埃菲里特基金，波士顿基金，布劳克基金，戴维登基金，菲德里特基金，投资者共同基金，列克星顿基金，麻省投资者

① 第 2 节 a 款 9 条。控制被定义为“……对企业管理和经营政策施加决定性影响”的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

信托基金，波特纳姆基金，惠灵顿基金等都有这样的规定。约翰 H. 路易斯基金将投资任何一企业已发行股份的比例限制为 5%。然而，共同基金虽然无法控制被投资企业，却可以通过股权代理人投票对其施加影响。尽管大部分共同基金的传统方式是选举股权代理人以有利于自己的管理，但它们也面临着在遭到反对时撤销这一政策的潜在可能。

显然，共同基金对被投资企业的影响程度与其投资组合中持有该企业股份的多少成正比。尽管法律规章对持有企业股份比例的规定更为宽松，但持股比例很少有超过 5%的情况。例如，目前最大的信托基金公司麻省投资者信托基金，持有美国研究和发展公司 5%以上的已发行股份，其实质是对该公司发挥更大的影响作用。资产规模排名第 5 和第 6 的惠灵顿基金和戴维登股份基金，持有该公司股份则不到 5%。国家投资公司协会最近的一项调研显示，“共同基金公司普遍缺乏对其所投资企业的控制。[①]” 在 68 家拥有行业资产达 90%的共同基金公司中，没有一家持有某一发行公司 25%以上有表决权的股份，其拥有的超过 5%的公司表决权资产金额只有 1 300 万美元（不到基金行业总资产 1%）。[②] 尽管很难明确的归纳，可能有关共同基金对企业施加影响的典型例子是戴维登股份基金，其在投资组合中持有发行企业发行股份的平均比例为 0.25%。[③] 戴维登股份基金持有比例最大的 12 家企业如图表 26 所示：

图表 26　戴维登股份基金能够施加最大潜在影响的企业

公司名称	投资份额	已发行股份	投资组合比例
穆勒铜制品公司	25 000	531 000	4.7%
路易斯维尔电气公司	25 000	1 170 000	2.1%
国立石膏公司	40 000	2 112 000	1.9%
夏姆洛克石油公司	24 000	1 346 000	1.8%
通用电话公司	20 000	1 196 000	1.7%
夏普道姆有限公司	18 500	1 080 000	1.7%
通用波特兰水泥公司	15 000	1 037 000	1.5%
克利夫兰石墨青铜公司	10 000	667 000	1.5%

① 哈德威克·斯塔瑞，“致投资小组委员会的声明”，第 4 页（油印件）。
② 同上。
③ 作者根据《招股说明书》计算，1950 年 4 月 30 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	投资份额	已发行股份	投资组合比例
伊利诺伊能源公司	32 500	2 196 000	1.5%
弗林特玛公司	17 200	1 260 000	1.4%
美国闸瓦公司	14 400	996 000	1.4%
辛辛那提电气公司	34 000	2 991 000	1.2%

资料来源：《招股说明书》，1950 年 4 月 30 日，以及《菲奇股票摘要》，1950 年 7 月 1 日，作者计算。

共同基金公司很少大量持有某一企业股票的结论，在对 100 家共同基金公司和 58 家封闭式基金公司持有的 50 支最受欢迎股票的研究中得到了证实。尽管这项研究的范围不包括以控制为目的的股票持有，以及持有股票的基金公司数量未达到 15 家的企业，但其意义在于，它对企业股票在共同基金公司的分配方式以及整个基金行业持有的企业股票比例上作出一些说明。（见图表 27）

图表 27　共同基金持有货币价值最高的前十家公司股票

股　票	共同基金持有股份价值（百万美元）	持股的共同基金数量	持有股票数量（千股）	占已发行股票总数比例
国际报业公司	43.8	52	826	9.29%
大陆石油公司	38.9	69	414	8.58%
埃默瑞德石油公司	37.9	24	233	14.80%
海湾石油公司	37.5	67	458	4.03%
德克萨斯公司	29.1	54	355	2.57%
凯内考特铜业公司	27.2	63	363	3.36%
新泽西标准石油公司	26.7	58	290	0.96%
古德瑞奇轮胎公司	24.5	43	198	14.95%
加州标准石油公司	23.7	42	258	1.80%
通用电气公司	23.3	68	467	1.62%

资料来源：埃哥汀格基金。

共同基金对企业管理影响的趋势，是随着共同基金资产规模的增加而增强的，而资产的增加和投资组合中持有股票种类数量的相应增加却并非一致。据估计，一定时期内共同基金资产规模增加 100%，其持有股票种类的数量只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

是增加了16%。[1] 作者进行的几项随机调查说明了这一结论的正确性。图表28显示了3家共同基金公司10年来资产规模和股票投资种类数量的增长，图表29则显示了麻省投资者信托基金5年来的相关记录。

图表 28 资产增长和股票种类数增长的关系

基金名称	持有股票种类数		总资产（百万美元）		增长比例	
	1940	1949	1940	1949	股票	资产
麻省投资者信托基金	136	135	108	278	−0.5%	160%
惠灵顿基金	139	183	6	105	32%	1 750%
戴维登股份基金	94	113	46	70	20%	52%

资料来源：《招股说明书》数据，作者计算。

图表 29 资产增长和股票种类数量增长的关系：麻省投资者信托基金

年度	总资产（百万美元）	持有股票种类数	增长百分比	
			资产	股票
1949	278	135	30%	−5.6%
1945	214	143	98%	5.1%
1940	108	136	64%	27.0%
1935	66	107	230%	−21.0%
1930	20	135	150%	0.7%
1928	8	134		
1928～1949年增长：			3 375%	0.7%

资料来源：《年度报告》和《招股说明书》数据，作者计算。

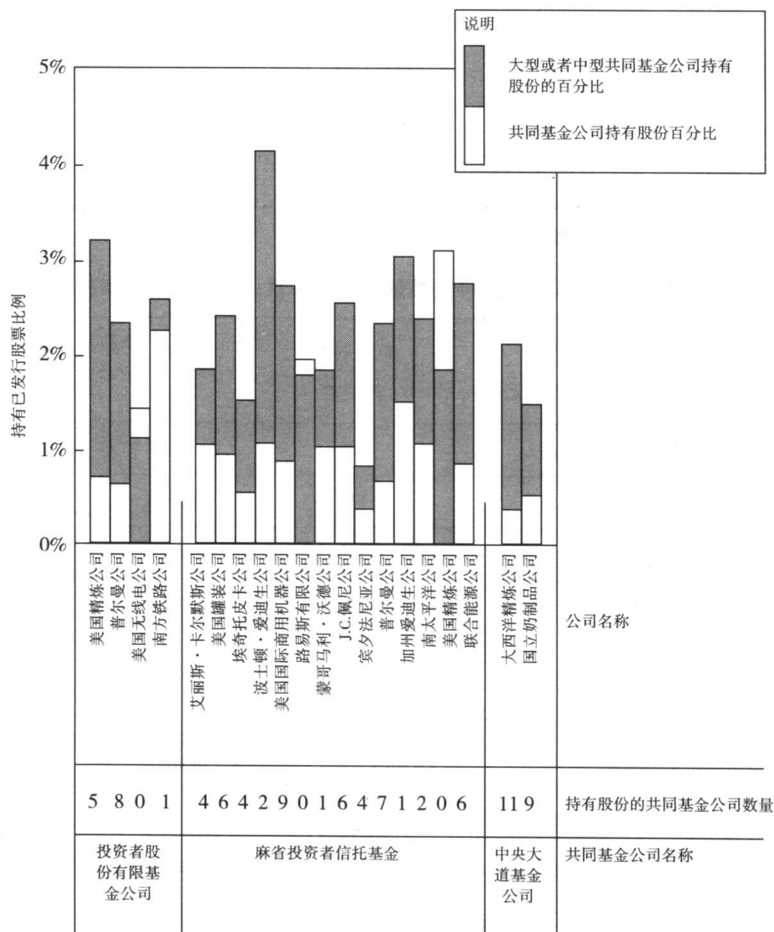
对已持有股票增加投资的主要原因并非是为增加对被投资企业管理的影响，而是出于担心投资过度分散化的考虑，也即是，持有股票种类超出了实现充分管理的能力。共同基金对产业的投资限制为大约150支股票，这样当基金的资产增加时，既定数量的股票将吸收增加的资本，而非增加对新发行股票的投资。过度分散化投资的一个典型例子是苏格兰基金公司，其持有超过1 000支不同的股票，每隔3个月都要对其中的部分股票进行检查。美国的基金公司则从未持有过如此数量的股票，在将来也不可能持有。

共同基金对被投资企业管理的潜在影响，可以清楚地从1937年各基金公

① “信托基金的趋势”，《福布斯》，第63期，1949年6月15日，第12页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司持有的200家最大的非金融公司股份的分析中看出（见图表30）。共同基金公司平均持有被投资企业股票的比例仅是1.1%，大型共同基金公司平均持有被投资企业股票的比例也只是为2.3%（不包括持有的投资基金股份）。显然，这说明了图表中选择的企业，代表的仅仅是那些共同基金公司通过大量持股对其具有潜在影响的企业。



图表30 共同基金和企业管理

资料来源：1 710家上市公司的股权调查，所选均为共同基金具有重大投票权的企业。该调查于1937年进行。

尽管对被投资企业的管理具有潜在影响，但共同基金公司经常不顾企业的指责，通过投票选举股权代理人来反对企业的经营政策。人们通常认为，如果企业出现经营不善或者决策失误，共同基金公司应该卖掉其持有的股份，而不必引起公众注意它们的言论。尽管在许多方面这一观点是可行的，但当一个特定企业在采取了共同基金反对的经营政策，仍旧能产生10%的红利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

时，这种情况看起来就不可思议。共同基金仅仅因为企业没有产生更高的收益，而出售能分配高额红利的企业的股票，看起来就是不合适的。

然而，许多共同基金公司持有不同的观点，它们在反对企业的经营决策时仍然持有其股份。麻省投资者信托基金的格瑞斯伍德先生认为：

共同基金应明智处理企业经营中的兼并收购、资本结构调整以及其他的经营变动计划。共同基金可以反对这些计划，提出必要的改进建议，以确保所有股东的公平待遇。作为明智和无偏见的股票持有者，共同基金还可以在被投资企业遭到他方无根据的攻击时，保护企业的经营和管理组织[①]。

持有同样观点的共同基金公司认为，共同基金行使股东权利和股权代理的职责必须要根据情况区别对待，在投资管理中必须要保证股东利益最大化。

影响企业管理的例子

共同基金公司对企业管理施加影响的例子很少，一方面因为这类案例较少发生，另一方面因为公开或者记录的案例也较少。然而，有 3 个案例说明了共同基金公司对企业经营管理的多样化政策，这也是所遇到的成功案例。

蒙哥马利·沃德公司事件提供了一个共同基金管理政策多样化的绝好例子。共同基金对该公司的不满意主要是基于他们不赞成公司董事会主席斯沃尔·艾弗里的人事管理政策。在 1948 年和 1949 年，艾弗里直接导致了 5 位副总裁、5 位董事和总裁 W. H. 诺顿的辞职或者免职。许多年后，工商界还开玩笑地提及“沃德校友会”，因为自从艾弗里在 1931 年成为董事会主席后，公司换了 3 位总裁和 19 位副总裁。由于艾弗里的独裁管理方式，董事会成员由 1948 年 8 月的 15 位，减少到 1949 年 3 月的 9 位。显然，高层管理人员辞职的原因是由于艾弗里的独裁管理，这些人员所属的部门不仅包括艾弗里管辖范围内的财务部门，还包括其管辖范围之外的人事部门和销售部门。尽管董事们在 1949 年 3 月底开始限制艾弗里的权力，但他们在同年 6 月又恢复了艾弗里的权力，当时大量的辞职现象再次发生，主要是由于高层管理人员对艾弗里在公司所有经营环节的铁腕政策怀有敌意。共同基金公司可以采用两种方式反对艾弗里的政策：他们可以选举代理人反对艾弗里在 4 月份的股东大会上再次被选入董事会，或者转让其持有的蒙哥马利·沃德公司的股票。

---

① 引自《哈佛商业评论》，第 27 期（1949 年 11 月），第 740 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麻省投资者信托基金和惠灵顿基金采取了前一种方式，麻省投资者信托基金以 104 000 股（占蒙哥马利·沃德公司已发行普通股的 1.6%）的投票权另行选举三名候选人，惠灵顿基金以其 8 000 股的投票权选举了这 3 名候选人中的其中之一。然而，艾弗里再次当选为董事会主席，在 4 名无异议提名候选人中得票最多。1950 年，麻省投资者信托基金不再提名代理人，以通过选举反对沃德公司的管理政策，以显示其对公司的管理缺乏信心。迈瑞尔·格瑞斯伍德评论说，艾弗里的……独裁的管理方式肯定会破坏管理人员的士气，如果为数众多的其他股东不再推举代理人，他不会感到奇怪[①]。

迈瑞尔·格瑞斯伍德认为代理人的减少会导致其他新董事的产生。惠灵顿基金对其举动说明如下：

我们在选举中反对艾弗里先生，其目标是为强烈抗议公司管理人员的极度流失……我们并不是希望我们的股票选举权（当然并非具有控制权的股票数量）将艾弗里先生除名。然而，我们感到非常满意的是，我们和麻省投资者信托基金的共同努力，使公众注意到蒙哥马利·沃德公司的这一情况。我们相信我们的选举已经收到了良好的效果[②]。

然而，其他共同基金公司持有不同的观点，特别是加尔文·布劳克公司管理的共同基金，声称如果他们不赞成目前的管理方式，就会清算其持有的蒙哥马利·沃德公司股票。布劳克公司旗下的共同基金，包括戴维登股份基金、全国性证券基金、布劳克基金、加拿大投资基金，以及凯瑞尔综合基金（封闭式信托基金），在 1949 年初共持有 24 000 股沃德公司股票。在年会上，那些通过投票赞成现行管理方式的股东，之后感谢了布劳克公司对他们的支持。然而，这种不投票方式显然并不能说明布劳克公司的支持态度，只是说明了布劳克公司实现了其既定的政策：要么通过投票支持企业的管理方式，要么售出所持有的企业股票。显然，布劳克公司并不赞成艾弗里的做法，因为它们其后很快卖出了股票。不管怎样，1949 年底 5 家布劳克基金公司的投资清单上均不再有蒙哥马利·沃德公司的股票[③]。

柯蒂斯·赖特公司计划兼并埃特拉斯公司（一家封闭式基金）的案例说明了共同基金对企业管理的影响力度。这一兼并提案于 1940 年 3 月 18 日宣

---

① “投资信托基金再次向斯沃尔·艾弗里开火”，《商业周刊》，1950 年 4 月 15 日，第 103 页。

② 约瑟夫 E. 韦尔奇，（惠灵顿基金的执行副总裁），给作者的信，1951 年 2 月 26 日。

③ 其后在 1950 年，据报道他们又再次购买了蒙哥马利·沃德公司的股票，其原因可能是由于该公司管理水平的提升，或者是由于低价的股票足以抵消公司差强人意的管理特性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布，人们都认为兼并能够顺理成章的实施。[①] 两家公司的董事会一致同意，兼并方式为埃特拉斯公司在证券市场出资 36 500 000 美元换取柯蒂斯·赖特公司的部分股票，这样可为柯蒂斯·赖特航空公司提供追加的营运资金。埃特拉斯公司剩余的 25 000 000 美元资产将投资于一家具有“特殊背景”的企业，该公司的股东将在两家企业拥有相应比例的股份。此外，兼并的具体方案也已出台，该方案将使两家公司的资本结构得到简化。

然而，麻省投资者信托基金和股份管理基金却不同意这一兼并计划。其中，麻省投资者信托基金持有柯蒂斯·赖特公司 21 700 股 A 级股票，股份管理基金持有柯蒂斯·赖特公司 4 000 股 A 级股票（两家共同基金持股数量大约占该公司已发行 A 级股票的 2.2%）[②]。两家共同基金于 1940 年 4 月 15 日在给柯蒂斯·赖特公司的一封信中陈述了理由，他们声称：“……我们并未感到董事会的决议能够实现柯蒂斯·赖特公司，以及投票赞成与埃特拉斯公司合并股东的利益最大化。[③]”他们还指出，不但柯蒂斯·赖特公司不需要追加永久性资本，而且如果柯蒂斯·赖特公司发行了新的股票，将会稀释目前股东持有的股份。两家共同基金列举了反对兼并的详细原因，主要部分如下：

（1）柯蒂斯·赖特公司不需要 37 000 000 美元的追加资本，依靠目前的资金状况和收入水平完全可以实现公司的运营；

（2）柯蒂斯·赖特公司付出价值 47 679 796 美元的股票交换 37 000 000 美元的追加资本，需要付出的 8 600 000 美元成本非常之高，并且不合情理；

（3）埃特拉斯公司的股东实际上按照 7.5 美元的价格购买柯蒂斯·赖特公司的普通股，而同期该公司股票的市场价格为 10.5 美元。即使允许以较低价格购买，这种购买权利也应该给予柯蒂斯·赖特公司的股东；

（4）柯蒂斯·赖特公司的普通股股本从 7 429 000 股至少扩充到了 10 418 000股，每股的收益水平会被稀释。[④]

另外，两家共同基金还要求将以上决议的复印件发布在正式的股东公告上。

1940 年 5 月 10 日，柯蒂斯·赖特公司的总裁 G. W. 沃恩和埃特拉斯公司的总裁 F. B. 奥德拉姆，宣布兼并计划不再实施，因为其必备的已发行股票 2/3 投票权通过的条件不能满足。这次兼并在代理人尚未派出前就已经失败，

① 《华尔街期刊》，标题“埃特拉斯公司和柯蒂斯公司的兼并”，第 126 期（1940 年 3 月 19 日），第 1 页。

② 股份管理基金当时在麻省投资者信托基金的管理之下，后来成为麻省投资者第二信托基金。

③ 《穆迪 1939～1940 年行业报告》，第 11 期（1940 年 4 月 17 日），第 1 245 页。

④ 同上，第 1 245 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其最重要的两个原因，一是由于柯蒂斯·赖特公司部分内部管理人员不同意兼并，二是由于麻省投资者信托基金和股份管理基金宣布反对兼并。在这一案例中，两家基金公司的影响力是显而易见的：它们公开提出建议，使董事们相信股东不赞成兼并计划；此外它们还促使董事会反对最初提出和通过的兼并计划。麻省投资者信托基金的理事 L. 舍温·亚当斯先生这样告诉柯蒂斯·赖特公司的董事："我们认为，在反对兼并的事件上，我们是你们惟一的朋友。"柯蒂斯·赖特公司董事随后对其建议表示感谢[①]。

然而，并非在所有处理企业管理的案例中，共同基金施加的影响都能取得这样显著的成功。麻省投资者信托基金曾经从一家大型石油公司撤回股权代理人达 10 年之久（这里不便透露公司的名称）。该公司一直保持着过于保守的财务状况，使得麻省投资者信托基金对公司的管理失去了信心。在数年内，这家石油公司持有的流动资产（主要是现金）从 2 000 万美元上升到 3 800万美元，而不听从基金公司的建议将现金用于生产[②]。

总之，尽管共同基金从未控制过被投资企业，但其显然能经常对企业的经营政策施加决定性的影响。当然，这种影响应该代表共同基金股东利益的最大化，倾向于基金投资组合的价值提升和收益增加，而不是倾向于共同基金公司董事会的特殊利益。

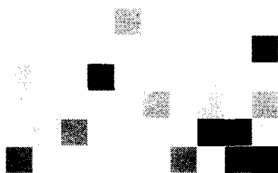
---

① 亚当斯 L. 谢尔曼，在 1951 年 2 月 27 日与作者进行过电话联系。

② 这种描述符合中陆石油公司，如果以上叙述的正是该公司，麻省投资者信托基金对其投资的股份超过总股份价值的 2%，该公司的现金资产大约占总资产的 25%。显然，持有该公司股票的合理原因是收益的高回报，1949 年的回报率大约为 8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章 促进证券交易市场稳定



当共同基金拥有的投资组合证券的价值不断增加时，其对证券市场的影响力也必然会增加。尽管目前这种影响是微不足道的，但如果共同基金继续按照目前的速度成长，它们在将来必然会对证券市场产生影响。本章主要探讨，共同基金的潜在影响对证券市场是有益的，它将促进证券市场的稳定，而不是使证券市场产生更大的波动。

证券市场大幅波动造成的经济风险隐含于投资行为之中。由于投资产生的预期收益是不确定的，市场的不确定性越大，投资的风险也越大，投资者投资损失的几率也会越大（投资者一般按照利率上升的比例来增加投资）。实际上，证券市场的不稳定性是权益资本投资的最大障碍。

根据罗德·凯恩斯先生的观点，证券市场波动的主要原因有 4 点[①]：

（1）个人投资者投入的资产净值不断增加，由于个人投资者缺乏专业的投资知识，因而对投资缺乏精确的估算。

（2）企业经营行为的短期变动会对证券市场产生超出实际的过度影响。

（3）传统股票的估价方式是以缺乏专业知识、数量众多的个人投资者的

① 约翰 M. 凯恩斯，《就业、利息和货币通论》，第 153 页，作者解释说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理预期为基础的，而以证券预期收益为独立要素的估价方式可能会对其产生剧烈冲击。

(4) 甚至专业人员和专家们都不能影响证券市场中的大众观点，所以他们试图预测公众估价的变化。

因而，证券市场被称作“……预测未来数月估价基础变化的较量智慧的战场，而非预测未来几年投资产生的收益。①”

共同基金具有的消除或者减轻证券市场波动的特性，源自于它们对企业的投资特性——“预测资产的预期收益”，而非投机特性——“预测证券市场的公众心理”②。它们为证券市场提供稳定的、精确的、具有引导性和分析性的需求，这种需求实质上以企业业绩为基础，而非以股票价格的公众心理评价为基础。这种投资特点可以在美国电话电报公司的案例中清楚看到，该公司是“公众心理评价型”投机的典型。共同基金很少持有该公司的股票，最近10年其股价下跌了15%（同期道琼斯工业平均指数上升33%)，这一例子在某种程度上说明了共同基金的投资特点。共同基金通常趋向于将证券估价基础从短期市场评价转变为长期收益评价。实际上，共同基金对凯恩斯提出的市场波动的基础特别进行讨论如下：

(1) 机构投资者投入的资产净值不断增加，由于机构投资者具有投资专业知识，因而能够进行精确的投资估算。

(2) 企业经营行为的短期变动对证券市场的影响很小，因为共同基金初次购买股票时倾向于降低这一因素的影响程度。

(3) 如上所述，共同基金通常的估价方式是以预期收益为基础，而不是以公众的心理预期为基础。

(4) 随着共同基金规模的增长，可能会产生更多的市场需求，它们需要预测企业经营方针的变化，而非个人投资者的估价。

传统的投资方式是“发现公众期望的股票平均价值在哪里”③，共同基金的投资方式则是，在市场上升时卖出股票，在市场下跌时买入股票，以降低市场的波动幅度。显然，当投资组合股票的价值上升时，共同基金的操作方式是在任何时间卖出价值达到高点的股票。然而，当市场价值下跌时买入股票则较为复杂：有充足现金的基金公司可以利用市场价值下跌④，以低成本额

---

① 约翰 M. 凯恩斯，《就业、利息和货币通论》，第155页，作者解释说明。
② 同上，第158页。
③ 同上，第159页。
④ 包括易于变现的政府债券和现金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外买入某种股票摊低其平均持有成本，也可以在低价位买入新的股票。共同基金保持充足现金量的情况，可以从 1949 年平衡基金和普通股基金的现金量随机样本数据中看到（见图表 31）。

图表 31 部分共同基金的现金状况

名　称	现金总量	占总资产的百分比
平衡基金		
美国商业股份基金	$ 6 300 000	19.4%
埃克斯·霍克顿基金	$ 200 000	6.3%
惠灵顿基金	$ 21 000 000	20.5%
波士顿基金	$ 7 000 000	14.9%
普通股基金		
麻省投资者信托基金	$ 7 700 000	2.8%
戴维登股份基金	$ 6 100 000	8.7%
投资者股份有限基金	$ 5 300 000	7.3%
中央大道投资基金	$ 18 000 000	26.1%

资料来源：近期的招股说明书。

市场上升时卖出有价证券，市场下降时买入有价证券的特定计划叫做“适时操作计划”，该计划主要由波士顿有限公司旗下的吉斯通管理人基金提出。“适时操作计划”以道琼斯工业平均指数的变动为基础，道琼斯工业平均指数通常在正常的长期通道中波动，其大约每年以超过 3%的比率上升①。该通道又划分为 7 个小区域，当平均指数超过区域界限时，投资者按照以下比例变换股票—债券（积极型—防御型）的比率：

区　域	道琼斯指数范围	债券比例	股票比例
1.	—139	10%	90%
2.	140—159	20%	80%
3.	160—183	35%	65%
4.	184—210	50%	50%
5.	211—242	65%	35%
6.	243—277	80%	20%
7.	278—	90%	10%

① 该比率为根据经济增长率得出的近似比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常每季度要对股票和债券的比例加以变换，或者在更短的期间内变换。这样，在市场萧条、股票价格处于低位时进行投资，当股票价格处于高位、市场高涨时，强制卖出以实现利润。这两种操作方式都能减小市场的波动幅度。“适时操作计划”由吉斯通基金公司提出，主要为该基金的投资者使用，要求投资者在市场波动时将投资资金在普通股基金和债券基金（低销售费用）之间进行转换。然而，许多基金公司则对该计划进行变化，使其更为灵活地确定投资组合的结构。灵活型操作计划的一个例子是第一共同信托基金，该基金使用“国家规则计划”，以标准普尔 365 股票工业平均指数为基础，每年的指数增长率为 3.73%。第一共同信托基金根据市场变动的要求，严格保持股票和债券的比率。

共同基金在证券市场下跌时买入股票的操作方式，在最近发生的“朝鲜危机”期间表现得非常明显。1950 年 6 月战争爆发后，证券市场遭遇了 1940 年以来最猛烈的下跌，道琼斯平均指数从 6 月份 228 的高点跌去 31 点，纽约证券交易所股票市值缩减了 80 亿美元[①]。然而，在许多个人投资者恐慌性抛售股票的时候，共同基金却在远低于市场高点的价位大量买入股票。在市场下跌的第一周，占基金行业资产总额约 95%的 64 家共同基金公司，买入了价值 13 822 000 美元的股票，只卖出了所持有的 6 228 000 美元的股票[②]。这说明了共同基金具有在市场下跌时买入证券的操作方式，也说明了专业投资者和业余投资者截然相反的操作趋势。

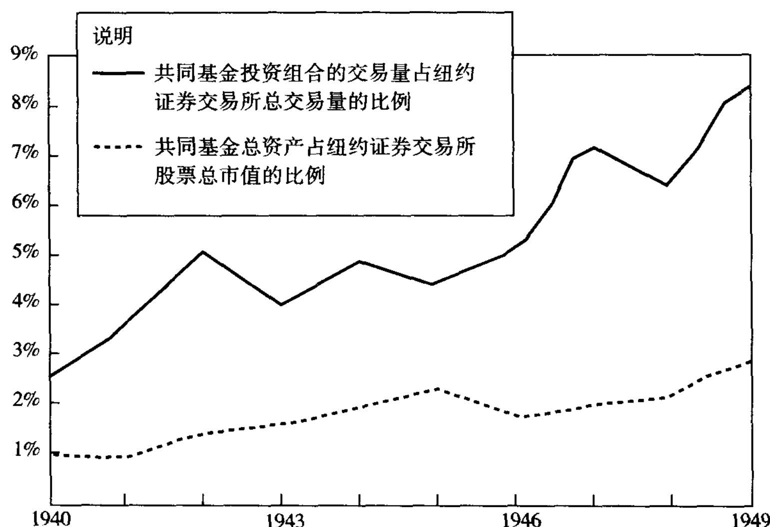
共同基金稳定市场的事实也公开批评了这样的观点：市场对任何事件的反应只是微小波动，因为证券交易委员会的监管措施和补充规定已对投资行为加以限制。的确，证券交易委员会通过对成员机构、经纪商、交易商借入股票进行限制，禁止它们操纵股票价格，对止损和买空行为作出规定等项措施防止投机行为，联邦储备委员会提出的补充规定也对投机行为作出了限制[③]。然而，这些规定显然只能防范如 1929～1932 年市场繁荣和萧条交替的畸形循环，在此期间道琼斯平均指数从 381.17 点下降到 41.22 点。尽管有这些规定存在，1940～1949 年与 1918～1927 年的市场波动依然相似，通过对道琼斯平均指数粗略分析可以看到：前一期间平均指数从 64 点上升到 200 点，后一期间平均指数从 93 点上升到 212 点，其中市场断断续续的波动也具有相

① 西尔维亚·波特，“股票专家不断买进”，《费城咨询者》，1950 年 7 月 26 日，第 25 页。
② 同上，第 25 页。
③ 旁注：实际上，市场波动由 50%上升到 1951 年 1 月 16 日的 75%，才停止这一高通胀市场上升的趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易[redacted]
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进[redacted]

似的特点。因此，尽管法律的规定能防止市场周期性的大幅波动，共同基金的投资行为在某种程度上也可以将波动限制在更小范围之内。

共同基金对证券交易的影响可以从共同基金行业的证券交易量占整个市场交易总量的比例中看出。为简化这一问题，我们主要对共同基金的买卖交易量与纽约证券交易所交易总量的关系进行比较，因为共同基金约 90%的交易量和全国证券交易量的 85%以上都在这里进行。1940 年，共同基金证券交易量仅占纽约证券交易所总交易量的 2.5%，但 1949 年该比例上升到了 8.4%（见图表 32）。1940 年，共同基金的总资产占纽约证券交易所股票总市值的比例不到 1%，而 1949 年，该比例已达到略低于 3%的水平（见图表 32）。



图表 32　共同基金在纽约证券交易所的交易比例

资料来源：数据来自《经济年鉴》和国家投资公司协会；作者计算。

随着共同基金的发展，其在证券交易中的重要性也将不断增加。共同基金在市场上升时卖出股票，在市场下跌时买入股票的操作趋向，以及按照企业业绩进行非投机性估价的方式，将会促进证券市场的稳定。然而，共同基金稳定市场交易显然不是出自于无私的奉献和特殊的目的，而是间接地出自于为投资者提供合理收益的目的，因为成功实现投资者的目标是共同基金的“生命线”。因此，共同基金对业绩的评价远大于投机行为。

然而，共同基金在更深程度影响证券交易之前，还需要更大的发展。1929 年，投资信托型基金的总资产大约占纽约证券交易所股票市值的 8%，

伯格投资 全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"……投资信托型基金既不能加剧也无法减缓市场的波动。[1]"当时共同基金资产在股票总市值中所占比率仅仅是该数字的一半。

关于共同基金影响证券市场，还存在一些相反的看法，其中最主要的三种观点是：共同基金从流通市场中吸收了大量证券，使交易量减少，从而对交易价格产生较大影响；共同基金股份的大量赎回导致的投资组合证券卖出，会对市场产生重大冲击；当共同基金在正常交易中卖出大量证券时，会导致市场下跌。

第一个观点是所谓的"市场缩小"观点，例如信托基金购买股票会导致市场流通性股票减少。该观点的倡导者之一是《纽约美国期刊》的财经主编莱斯利·古德，他认为市场是如此脆弱，以致卖掉 300 股某支股票就会导致市场价格下降 3 个百分点[2]。他观察到共同基金购买优质股票而非新股，从而减少了市场中流动的股票，破坏了市场的流动性功能，因为个人买入者和卖出者可以根据自身需求和供给改变所交易股票的价格。仔细分析起来，这一观点是靠不住的，因为共同基金并没有从市场上消除股票，而只是持续的买卖股票。事实上，共同基金组合投资证券的周转率大于纽约证券交易所证券的周转率：共同基金买入和卖出的合并总量（不包括新资金的购买量）占年末投资组合价值量的比例为 41%，而市场证券交易量占年末证券交易所证券市值的比例仅为 17%。两种比率均为过去 9 年的平均数（见图表 33），在此期间证券交易所的交易量周转率大幅减小，1929 年其周转率曾高达 119%。

图表 33　共同基金组合投资证券周转率和纽约证券交易所证券周转率

年　份	共同基金	纽约证交所
1949	42%	12%
1948	41%	15%
1947	35%	14%
1946	55%	21%
1945	42%	24%
1944	41%	17%
1943	47%	20%

① 沃特 F. 托马斯，《投资信托基金和市场下跌》，第 23 页。

② 莱斯利·古德，"市场'缩水'时的投资信托基金"，《商业和金融史》，第 70 期，1949 年 9 月 1 日，第 851 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年 份	共同基金	纽约证交所
1942	41%	10%
1941	31%	13%

资料来源：国家投资公司协会；《经济年鉴》，1950 年，第 83 页；作者计算。

共同基金的交易周转率持续高于纽约证券交易所交易周转率，意味着其并没有“缩小”市场，而是需要更多的交易量，并使得交易价格不断改变。

共同基金的大量赎回不可能发生，实际上，只有在极少数情况下共同基金季度赎回份额才高于销售份额。然而，有人会反驳说，如果大量赎回的情况发生，共同基金不得不在市场上抛售大量投资组合的证券，从而导致市场衰退，或者加剧市场萧条。这种论点建立在市场脆弱的基础之上。首先，共同基金不必非要卖出投资组合证券，因为如果它们的资产担保金额超过借款金额的 300%，可被允许借入资金赎回股份；其次，如果共同基金的赎回发生在市场崩盘时期，证券交易委员会宣布为紧急状态，共同基金可被允许在此情况下停止赎回；再次，共同基金的发行组织非常强大，可以销售足够的新份额以抵消大量赎回的影响。

最后一个观点认为，由于共同基金正常买卖证券的数量非常庞大，以致会引起市场的大幅波动，因此共同基金对证券市场会产生不稳定的影响。但至今这种情况还未被确切地证实。当投资组合证券数量庞大，以致使交易的出价和报价受到影响时，共同基金将使用“二级报价”程序，大量证券可以委托给经纪商在场外交易，类似于证券承销的交易方式。1948 年，该种交易量仅占全年投资组合证券总交易量的 4%①。麻省投资者信托基金近年来仅对这种交易方式使用过 6 次，据该基金公司主席迈瑞尔·格瑞斯伍德介绍，交易的股票可以按照接近目前市场价值的价格清算。除“二级报价”程序之外，证券交易还可以通过不同的经纪商分期分批卖出的方式清算。

因此，以上证据说明了共同基金的影响是稳定市场，而不是使市场波动。当共同基金资产达到一定规模之后，这种影响就显而易见了。一旦共同基金的规模效应形成，就会改变罗德·凯恩斯的消极结论，其结论认为“政府应对所有证券交易征税……”，用以说明“市场投机行为的税收好处”；“从长期观点和社会收益的角度来看，政府的职能是计算资本产品的边际效率……”，并“……在直接组织投资方面承担更多的责任。”共同基金永远不可能控制市

① 国家投资公司协会数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场，因为它们的操作趋向经常相互抵消。然而，共同基金可以通过投资组合交易量的周转使市场保持活力，它们将证券的供给和需求建立在企业绩效，而不是投机行为上。总之，共同基金目前持续的增长率表明，被投资的企业将不再仅仅是“……市场投机漩涡中的一个泡沫。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结 论

如果共同基金分散投资的操作原则是正确的，那么其失去公众信任的原因可能来自总体上的管理不善，也可能来自对权益投资本质的误解，以及对经营成果过高的预期。①

总之，共同基金迅速发展的潜在可能性依赖于其满足个人投资者和机构投资者需求的能力，通过制定明确的投资目标，可以减少投资者对权益投资操作原理的误解。共同基金还必须为克服下一个障碍作出准备，它可能来自于证券市场的急剧下跌，因为共同基金并非是医治投资弊病的“万能药”。证券市场未来的波动是必然的，因为在共同基金高速增长的十年中证券市场已经经历了上升的趋势。由于共同基金的快速发展，许多投资者还没有认识到，基金股份价值如同证券市场市值一样也可能会下跌。

为更深入地服务于投资者的利益，并由此扩大自身的规模，共同基金未来可以组建新的基金类型，如风险资本类型基金，免税证券类型基金，固定地域证券类型基金，以及投资组合中持有更高比例政府债券和公司债券，为养老金和信托基金提供特种服务的共同基金。除了通过增加业务种类为投资者提供服务外，共同基金还必须像过去那样，尽可能为投资者提供高效、诚信和经济的管理服务。通过这种高水平的管理运作，共同基金将来要把基金股份出售给目前的潜在投资者，从而增加共同基金股份持有者在公众中的比例，超过目前8%的水平。共同基金现在的成长是通过对社会高收入阶层进行集中营销，其未来的高速成长可能会依赖于销售成本和管理费用的降低。

除了为投资者提供收益之外，共同基金还发挥着其他一些经济职能，这些经济职能并非是不重要的。显然，共同基金对股本权益的投资，对企业管理的影响以及稳定证券交易，也是为投资者的最大利益提供服务。如果共同基金在将来出现了新的职能，这些职能将被仔细分析，一旦发现妨碍了投资

① 道森·理查森，《向国家证券协会管理者的致词》，1950年10月9日，第6页（油印件）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方都比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者的利益，它们就将被抛弃。正如《哈佛法律评论》中叙述的那样：

应该牢记的重要事情是，共同基金的主要职能是对其组合投资的资产进行管理，其他的职能都是从属的。①

共同基金的设计并非要取代债券、银行、保险公司，而是通过提供更高的收益使这些投资方式更加稳定。共同基金最适宜的经济职能主要通过其双重作用来实现：为社会经济的增长作出贡献，并使个人投资者和机构投资者分享经济增长带来的利益。

① 沃伦、马特利等人，“1940年以来开放式基金的政府调节”，《哈佛法律评论》，第63期（1950年7月），第1142页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个20世纪的远见卓识者透视21世纪的投资

约翰·伯格

（先锋集团的创始人、无佣金的倡导者）
谈论金融、经济、共同基金、理财和理想主义

约翰·伯格先生是20世纪最为杰出的金融巨人之一。由于对共同基金高昂的成本给投资者的长期投资收益所造成的破坏性影响一直保持深切关注，他在1974年创立了先锋基金公司。在随后的几年时间里，伯格先生先后引入了指数共同基金，率先推行现代无申购佣金的共同基金，并对债券基金组合管理进行了重新界定。通过缔造一种由基金份额持有人共同拥有的独特的共同基金公司，他为数百万的投资者创造了一种全新的、更为高效的投资方式，并且最早发出对现有金融机构进行挑战的权威声音。

如今，约翰·伯格先生仍在一如既往地继续坚持着自己的战斗。《伯格投资》一书包含了伯格先生多年来所作的最为精彩的讲演，并且重新回顾了伯格先生在其一生辉煌的职业生涯期间从未偏离过的那些重要的投资主题：

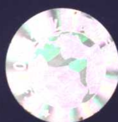
- 投资战略中简单的威力
- 长期投资的经济效率
- 可能会丧失投资成功的负面情绪
- 金融市场中指数化的普遍性
- 将销售费用、管理费、周转成本和机会成本所带来的“财务拖累”最小化

在上述主题中，你将会发现能为我们取得21世纪独立投资成功的坚如磐石一般的牢固基础。尽管，本书在追求公平和公正见解时是如此深刻且努力不懈，然而不可否认的是，《伯格投资》一书无疑为麦格劳-希尔出版公司新近推出的“伟大的金融思想”系列丛书建立了较高的标准——并随后超越了这一标准，不断提升。

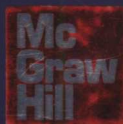
McGraw-Hill
A Division of The McGraw Hill Companies



Visit us on the World Wide Web
at **www.books.mcgraw-hill.com**







定价：38.00元

图书上架建议 投资证券股票
封面无防伪标均为盗版

ISBN 7-111-19275-3

地址：北京市百万庄大街22号 邮政编码：100037
联系电话：(010) 68326294 网址：http://www.cmpbook.com
E-mail:online@cmpbook.com